

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**



TESIS DOCTORAL

**VULNERABILIDAD E INESTABILIDAD MACROECONÓMICA
DE COLOMBIA EN EL PERIODO 1990 – 2015**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Luis Hernando Portillo Riascos

DIRECTORA

Iliana Olivie Aldasoro

Madrid, 2019

©Luis Hernando Portillo Riascos, 2019

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Programa de Doctorado en Economía



**VULNERABILIDAD E INESTABILIDAD MACROECONÓMICA
DE COLOMBIA EN EL PERIODO 1990 – 2015**

TESIS DOCTORAL

PRESENTADA POR

Luis Hernando Portillo Riascos

DIRECTORA

Iliana Olivie Aldasoro

Madrid, 2019

**A Lina María
y a Juan Manuel**

AGRADECIMIENTOS

Empiezo agradeciendo profundamente a mis hijos y a mi esposa, por todo el tiempo que han sacrificado por apoyar mi sueño.

A mis padres, por su apoyo incondicional en todas las actividades que he realizado en mi vida.

A la profesora Iliana Olivié, mi directora de Tesis, por todo el tiempo que ha dedicado a la lectura de este trabajo. Los resultados obtenidos dentro de esta investigación no habrían sido posibles sin sus comentarios y valiosas contribuciones.

Al profesor Jesús Martínez Betancourt, por todo el respaldo que me brindó desde el momento en que inicié mis estudios de Economía en la Universidad de Nariño.

Al profesor Enrique Palazuelos, quien fue un apoyo importante para el inicio de esta larga tarea.

A la Universidad de Nariño, por el apoyo recibido para cursar los estudios tanto de Máster como de Doctorado.

A mis compañeros del Máster en Economía Internacional y Desarrollo de la Universidad Complutense de Madrid, en especial a Fahd Boundi, Rubén Bustillo, Pablo Blázquez y Jacobo Ferrer, con quienes discutimos muchas veces sobre las temáticas que se abordaron dentro de esta investigación.

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE DE GRÁFICOS, CUADROS, TABLAS Y ESQUEMAS	11
LISTADO DE ACRÓNIMOS	21
RESUMEN	23
ABSTRACT	25
INTRODUCCIÓN	27
CAPÍTULO 1. VULNERABILIDAD E INESTABILIDAD MACROECONÓMICA: UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA	41
1.1. DEFINICIÓN DE VULNERABILIDAD	41
1.1.1. Concepto	42
1.1.2. Tipos de vulnerabilidades.....	43
1.1.3. Enfoques de la vulnerabilidad macroeconómica.....	47
1.2. CICLOS ECONÓMICOS E INSERCIÓN EXTERNA	56
1.2.1. Los determinantes de los ciclos económicos	56
1.2.2. Flujos comerciales y ciclo económico	65
1.2.3. Flujos financieros y ciclo económico	71
1.3. LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA BAJO EL ENFOQUE DE LA MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO	78
1.3.1. Inserción externa y VM.....	79
1.3.2. Fuentes de VM	82
1.3.3. Inestabilidad macroeconómica.....	89
1.3.4. Los efectos de la inestabilidad real en el crecimiento económico.....	95
1.3.5. A manera de síntesis	95
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	96
CAPÍTULO 2. LOS ORÍGENES DE LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA Y SUS PRINCIPALES EFECTOS: PROPUESTA DE UN MARCO TEÓRICO	97
2.1. DEFINICIÓN	98
2.2. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA VM	101
2.2.1. Los canales de transmisión de la vulnerabilidad macroeconómica: las fuentes externas	101
2.2.2. Las fuentes internas de vulnerabilidad macroeconómica: el papel de la política económica.....	105
2.3. VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA E INESTABILIDAD REAL	112
2.3.1. Inestabilidad real.....	113

2.3.2. Inestabilidad de la demanda agregada	113
2.3.3. Inestabilidad de la producción	114
2.3.4. La inestabilidad real, el ciclo económico y la tendencia de largo plazo.....	115
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	116
CAPÍTULO 3. EL CANAL FINANCIERO Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA.....	119
3.1. COMPOSICIÓN Y DINÁMICA DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL.....	120
3.1.1. Reformas en Colombia y la afluencia de capital extranjero	121
3.1.2. Cuantía de los flujos de capital.....	122
3.1.3. Composición de los flujos internacionales de capital	124
3.1.4. Volatilidad de los flujos financieros internacionales	133
3.2. EL AHORRO EXTERNO Y LA VM.....	135
3.2.1. La importancia del ahorro en la dinámica económica	136
3.2.2. El ahorro nacional, el ahorro externo y la dinámica de la inversión en Colombia	137
3.2.3. La relación de largo plazo entre el ahorro nacional y el ahorro externo.....	141
3.3. LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y EL TIPO DE CAMBIO EN COLOMBIA.....	146
3.3.1. Regímenes cambiarios en Colombia.....	148
3.3.2. El tipo de cambio en Colombia en el periodo 1990 - 2015.....	150
3.3.3. La influencia de los flujos internacionales de capital en la dinámica del tipo de cambio	154
3.4. LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA.....	158
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	163
CAPÍTULO 4. EL CANAL COMERCIAL Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA.....	169
4.1. LA BALANZA COMERCIAL COLOMBIANA: PERIODO 1990 - 2015	170
4.1.1. Exportaciones.....	170
4.1.2. Importaciones.....	181
4.1.3. Balanza comercial.....	188
4.2. LA CUENTA CORRIENTE Y SU DINÁMICA EN EL PERIODO 1990 – 2015.....	190
4.2.1. La cuenta corriente y sus componentes: periodo 1990 – 2015	190
4.2.2. Los componentes de la cuenta corriente	194
4.3. LA INFLUENCIA DEL CANAL COMERCIAL SOBRE EL TIPO DE CAMBIO	199

4.3.1. El tipo de cambio real y el canal comercial	200
4.3.2. El tipo de cambio nominal y el canal comercial	204
4.4. EL CANAL COMERCIAL Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO	204
4.4.1. Restricción externa y crecimiento económico	205
4.4.2. El modelo y la metodología econométrica	208
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	221
CAPÍTULO 5. LA POLÍTICA ECONÓMICA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA.....	225
5.1. LA POLÍTICA FISCAL.....	226
5.1.1. ¿Por qué es importante la posición de la política fiscal y cuáles son los indicadores para medirla?.....	227
5.1.2. El desempeño fiscal de Colombia en el periodo 1990 – 2015	229
5.1.3. La posición cíclica de la política fiscal en Colombia: periodo 1990 - 2015	237
5.2. LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA: PERIODO 1990 - 2015	246
5.2.1. La política monetaria en las economías en desarrollo	247
5.2.2. La política monetaria en Colombia: periodo 1990 – 2015	249
5.2.3. El manejo de la política monetaria en el periodo 1990 – 2015: un análisis empírico	254
5.2.4. La posición cíclica de la política monetaria en Colombia: periodo 1990 – 2015	258
5.2.5. A manera de síntesis	266
5.3. LA POLÍTICA CAMBIARIA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA: PERIODO 1990 - 2015	267
5.3.1. Régimen cambiario	269
5.3.2. Intervención de la banca central en el mercado cambiario	271
5.3.3. La posición del Banco de la República en el manejo de la política cambiaria en Colombia durante el periodo 1990 - 2015	272
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	282
CAPÍTULO 6. LAS FLUCTUACIONES DE LA DEMANDA AGREGADA Y LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA.....	291
6.1. COMPOSICIÓN DE LA DEMANDA AGREGADA E INESTABILIDAD REAL.....	292
6.1.1. Consumo	293
6.1.2. Inversión.....	298
6.1.3. El saldo de la balanza comercial y el endeudamiento externo.....	300
6.2. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL GASTO DE LA DEMANDA AGREGADA POR COMPONENTES DEL GASTO Y RESIDENCIA	303

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	306
CAPÍTULO 7. LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y LA OFERTA AGREGADA.....	311
7.1. COMPOSICIÓN DE LA OFERTA PRODUCTIVA EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA: PERIODO 1990 – 2015	312
7.2. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR ACTIVIDADES ECONÓMICAS (PERIODO 1990 – 2015)	315
7.3. COMPOSICIÓN DE LA FBKF POR ACTIVIDAD ECONÓMICA.....	317
7.4. LOS <i>SHOCKS</i> EXTERNOS Y LA PRODUCTIVIDAD DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA	320
7.4.1. La productividad laboral en Colombia.....	321
7.4.2. La productividad total de los factores (PTF)	323
7.4.3. Los costos laborales unitarios.....	326
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	328
CAPÍTULO 8. INESTABILIDAD MACROECONÓMICA, VULNERABILIDAD EXTERNA Y DINÁMICA DEL PIB.....	333
8.1. LA DEMANDA INTERNA Y LA OFERTA PRODUCTIVA	334
8.2. LA BRECHA DEL PIB Y EL CICLO ECONÓMICO COLOMBIANO ...	336
8.2.1. La brecha del PIB.....	337
8.2.2. El ciclo económico colombiano	339
8.2.3. La inestabilidad macroeconómica y la volatilidad del PIB	342
8.3. LA VULNERABILIDAD EXTERNA DE COLOMBIA: UN ANÁLISIS COMPARATIVO	344
8.3.1. Vulnerabilidad real	348
8.3.2. Vulnerabilidad financiera	355
8.3.3. La vulnerabilidad externa de Colombia	357
CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	360
CONCLUSIONES GENERALES	363
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	381

ÍNDICE DE GRÁFICOS, CUADROS, TABLAS Y ESQUEMAS

CAPÍTULO 2. VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA: PROPUESTA DE UN MARCO TEÓRICO

Esquema 2.1. Las causas y los efectos de la vulnerabilidad macroeconómica.....	99
--	----

CAPÍTULO 3. EL CANAL FINANCIERO Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

Gráficos

Gráfico 3.1. Saldo neto de la cuenta financiera de la balanza de pagos (millones de dólares corrientes y % del PIB). Periodo 1990 – 2015	123
Gráfico 3.2. Composición de la cuenta financiera por categorías funcionales (millones de dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015	125
Gráfico 3.3. Composición de la cuenta financiera por categorías funcionales – flujos netos (% del PIB). Periodo 1990 – 2015.....	126
Gráfico 3.4. Composición sectorial de la IED entrante (millones de dólares corrientes). Periodo 1994 – 2015.....	129
Gráfico 3.5. Deuda externa de Colombia por sector institucional (% del PIB expresado en dólares corrientes). Periodo 1990 – 2016	133
Gráfico 3.6. El ahorro y la financiación de la FBKF en Colombia (precios corrientes en moneda doméstica). Periodo 1970 – 2015	138
Gráfico 3.7. Brecha ahorro - inversión por sector institucional (% del PIB en pesos corrientes). Periodo 1970 – 2015.....	140
Gráfico 3.8. Tipo de cambio del peso colombiano (promedio mensual). Periodo 1987 – 2015	150
Gráfico 3.9. Tasa de retornos de la TRM del peso colombiano. Periodo 1991 – 2015	153
Gráfico 3.10. El saldo neto de la cuenta financiera (dólares corrientes) y el tipo de cambio (datos anuales). Periodo 1990 – 2015	155
Gráfico 3.11. Crecimiento del PIB (real) y participación del saldo neto de la cuenta financiera (% del PIB). Periodo 1990 – 2015.....	159
Gráfico 3.12. Tasa de crecimiento del PIB, saldo neto de la cuenta financiera (% del PIB) y tipo de cambio. Periodo 1990 – 2015	161

Cuadros

Cuadro 3.1. Monto acumulado de los saldos netos de la cuenta financiera por categoría funcional. Periodo 1990 – 2015	127
Cuadro 3.2. Distribución sectorial de la IED en Colombia. Periodo 1990 – 2015.....	129
Cuadro 3.3. Coeficientes de variación de los flujos netos (dólares corrientes) de la cuenta financiera por categoría funcional. Periodo 1990 – 2015.....	134
Cuadro 3.4. Desviación estándar de las variaciones interanuales de los saldos netos (dólares corrientes) de la cuenta financiera y sus categorías funcionales (%). Periodo 1991 – 2015.	135
Cuadro 3.5. Indicadores del tipo de cambio nominal del peso colombiano. Periodo 1990 - 2015.....	152
Cuadro 3.6. Indicadores básicos del tipo de cambio real del peso colombiano. Periodo 1990 – 2015	154
Cuadro 3.7. Coeficientes de correlación parciales entre el tipo de cambio (nominal y real), las categorías funcionales de la cuenta financiera, el PIB y los términos de intercambio. Periodo 1990 – 2015.....	157
Cuadro 3.8. Comparativo de la tasa de crecimiento del PIB (real) y la participación de la cuenta financiera en el PIB. Periodo 1990 – 2015	160
Cuadro 3.9. Coeficientes de correlación entre el PIB, la cuenta financiera y sus categorías funcionales, los términos de intercambio y el tipo de cambio. Periodo 1990 – 2015.....	162

Tablas

Tabla 3.1. Prueba de raíces unitarias para las variables incluidas en la regresión del ahorro nacional (prueba ADF)	142
Tabla 3.2. Prueba de raíces unitarias para las variables incluidas en la regresión del ahorro nacional (prueba PP).....	142
Tabla 3.3. Pruebas de los parámetros de la regresión del modelo de ahorro nacional	143
Tabla 3.4. Resultados de la prueba ADF (5) para los residuos de la regresión.....	144
Tabla 3.5. Diagnóstico del modelo VAR (3).....	145
Tabla 3.6. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio	145

Esquemas

Esquema 3.1. El canal financiero y la vulnerabilidad macroeconómica	167
---	-----

CAPÍTULO 4. EL CANAL COMERCIAL Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

Gráficos

Gráfico 4.1. Índices de precios de los principales productos básicos de exportación (Año base 2010=100). Periodo 1970 – 2016	172
Gráfico 4.2. Exportaciones colombianas según participación en el PIB y monto anual. Periodo 1960 – 2016.....	173
Gráfico 4.3. Índice de términos de intercambio para Colombia (promedio anual). Periodo 1980 – 2015.....	174
Gráfico 4.4. Exportaciones de Colombia según grandes grupos: tradicionales y no tradicionales. Periodo 1970 – 2015.....	175
Gráfico 4.5. Exportaciones tradicionales de Colombia. Periodo 1990 – 2015.....	176
Gráfico 4.6. Exportaciones sectoriales según clasificación CIIU. Periodo 1990 – 2015 ..	177
Gráfico 4.7. Exportaciones de productos primarios según su participación en el total. Periodo 1962 – 2015.....	178
Gráfico 4.8. Clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas y basadas en recursos naturales.....	179
Gráfico 4.9. Clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas.....	180
Gráfico 4.10. Monto total de importaciones y participación en el PIB. Periodo 1960 – 2016	183
Gráfico 4.11. Importaciones según clasificación CIIU – sector industrial (participación media anual). Periodo 1994 – 2016.....	185
Gráfico 4.12. Importaciones de bienes según clasificación CUODE. Periodo 1980 – 2016.	186
Gráfico 4.13. Saldo de la balanza comercial (millones dólares corrientes). Periodo 1970 – 2016.....	189
Gráfico 4.14. Saldo de la balanza comercial de bienes por sectores según clasificación CIIU (millones de dólares corrientes). Periodo 1995 – 2016.....	189
Gráfico 4.15. Saldo de la cuenta corriente y sus componentes (millones de dólares corrientes). Periodo 1980 – 2016.....	191

Gráfico 4.16. Cuenta corriente por componentes según participación en el PIB. Periodo 1990 – 2015	193
Gráfico 4.17. Déficit de la cuenta corriente ajustado por los términos de intercambio. Periodo 1990 – 2015.....	194
Gráfico 4.18. Rentas de la inversión según categorías funcionales de la cuenta financiera (dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015.....	195
Gráfico 4.19. Transferencia neta de recursos (millones de dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015	197
Gráfico 4.20. El canal comercial y el comportamiento del ITCR_E: periodo 1987 – 2015.	201

Cuadros

Cuadro 4.1. Cuadro 4.1. Tasa de crecimiento anual promedio de las exportaciones (dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015.....	173
Cuadro 4.2. Volatilidad de las exportaciones según periodos de referencia (1990 – 2015).	174
Cuadro 4.3. Índices de concentración y diversificación de las exportaciones colombianas. Periodo 1995 – 2015.....	180
Cuadro 4.4. Coeficientes de correlación parciales de las exportaciones según principales determinantes. Periodo 1987 – 2015.....	181
Cuadro 4.5. Tasa de crecimiento anual promedio de las importaciones. Periodo 1990 – 2015	183
Cuadro 4.6. Volatilidad de las importaciones. Periodo 1990 – 2015.....	184
Cuadro 4.7. Coeficientes de correlación parciales según principales determinantes de las importaciones. Periodo 1987 – 2015.....	187
Cuadro 4.8. Déficit acumulado de la cuenta corriente por componentes (cifras en millones dólares corrientes). Periodo 1990 – 2016	192
Cuadro 4.9. Relación entre las entradas netas de capital y los pagos factoriales según categoría funcional de la cuenta financiera. Periodo 1990 – 2015.....	196
Cuadro 4.10. Transferencias corrientes netas (millones de dólares corrientes). Periodo 1980 – 2016	199
Cuadro 4.11. Coeficientes de correlación (parciales) entre el canal comercial y el ITCR_E por subperiodos.....	202

Cuadro 4.12. Coeficientes de correlación (parciales) del canal comercial y el tipo de cambio nominal (peso/dólar) por sub periodos.....	203
Cuadro 4.13. Estimación de la tasa de crecimiento de equilibrio de la balanza de pagos. Periodo 1991 – 2015.....	215
Cuadro 4.14. Estimación de la tasa de crecimiento de equilibrio de la balanza de pagos – modelo extendido. Periodo 1991 – 2015.....	220

Tablas

Tabla 4.1. Pruebas de raíces unitarias para las series incorporadas en la ecuación de exportaciones.....	209
Tabla 4.2. Resultados de los test de residuos sobre la ecuación de las exportaciones	209
Tabla 4.3. Prueba de raíces unitarias para los residuos de la ecuación de exportaciones..	210
Tabla 4.4. Resultado de los test de residuos sobre el VAR (1) de las exportaciones	210
Tabla 4.5. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio	211
Tabla 4.6. Dinámica de corto plazo de la función de demanda de las exportaciones.....	211
Tabla 4.7. Pruebas de raíces unitarias para las series incorporadas en la ecuación de importaciones	212
Tabla 4.8. Prueba de raíces unitarias para los residuos de la ecuación de importaciones .	213
Tabla 4.9. Resultado de los test de residuos sobre el VAR (1) de las importaciones.....	213
Tabla 4.10. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio	214
Tabla 4.11. Dinámica de corto plazo de la función de demanda de las importaciones.....	214
Tabla 4.12. Pruebas de raíces unitarias sobre IED y transferencias unilaterales	217
Tabla 4.13. Resultados de los test de residuos sobre la ecuación de las exportaciones	217
Tabla 4.14. Prueba de raíces unitarias para la regresión de las exportaciones.....	218
Tabla 4.15. Resultado de los test de residuos sobre el VAR (1) de la ecuación de exportaciones	218
Tabla 4.16. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio	218
Tabla 4.17. Prueba de cointegración entre la TCRBP estimada y la TCRBP observada...	219

Esquemas

Esquema 4.1. La influencia del canal comercial sobre la vulnerabilidad macroeconómica	224
---	-----

CAPÍTULO 5. LA POLÍTICA ECONÓMICA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

Gráficos

Gráfico 5.1.1. Composición de los ingresos del GNC. Periodo 1990 – 2015	230
Gráfico 5.1.2. Rentas totales de los recursos naturales de Colombia (% del PIB)	232
Gráfico 5.1.3. Composición funcional del gasto del GNC. Periodo 1990 – 2015	233
Gráfico 5.1.4. Deuda pública del GNC por residencia (% del PIB). Periodo 1990 – 2015.	235
Gráfico 5.1.5. Balance fiscal del GNC (% del PIB). Periodo 1990 – 2015	236
Gráfico 5.1.6. Los cuadrantes de la política fiscal (deuda pública y gasto primario). Periodo 1990 – 2015	241
Gráfico 5.1.7. Los cuadrantes de la política fiscal GNC (deuda pública, balance fiscal y brecha del PIB). Periodo 1990 – 2015	243
Gráfico 5.2.1. Inflación, agregados monetarios y tipos de interés: periodo 1987 – 2015...	255
Gráfico 5.2.2. Los precios en Colombia bajo el esquema de inflación objetivo: periodo 2000 – 2015	257
Gráfico 5.2.3. Tasa de inflación y comportamiento del PIB en Colombia. Periodo 1990 – 2015	258
Gráfico 5.3.1. Tipo de cambio nominal y real (mensual) y tasa de retorno. Periodo 1987 – 2015	273
Gráfico 5.3.2. Stock de reservas internacionales y tasa de retorno (mensuales). Periodo 1987 – 2015	275
Gráfico 5.3.3. Indicadores de tasas de interés. Periodo 1990 – 1999	276

Cuadros

Cuadro 5.1.1. Tasa de crecimiento medio (real) y volatilidad de los ingresos del GNC. Periodo 1990 – 2015	231
Cuadro 5.1.2. Tasa de crecimiento y volatilidad de los gastos del GNC (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015	234
Cuadro 5.1.3. Diferencia entre la tasa de crecimiento anual (real) de los ingresos y los gastos del GNC. Periodo 1990 – 2015	237
Cuadro 5.1.4. Correlaciones parciales entre el componente cíclico del PIB real y los indicadores de política fiscal. Periodo 1990 – 2015	238

Cuadro 5.1.5. La posición cíclica de la política fiscal en los tiempos buenos y en los tiempos malos.....	240
Cuadro 5.1.6. La posición cíclica de la política fiscal en los tiempos expansivos y en los tiempos recesivos (número de eventos).....	244
Cuadro 5.1.7. La función de reacción fiscal del GNC. Periodo 1990 – 2015.....	246
Cuadro 5.2.1. Tasas de crecimiento de los agregados monetarios, tasas de interés y amplitud del ciclo de la política monetaria: periodo 1990 – 2015.....	261
Cuadro 5.2.2. Correlaciones parciales entre las medidas de política monetaria y el componente cíclico del PIB. Periodo 1990 – 2015.....	263
Cuadro 5.2.3. Aplicación de la Regla de Taylor para la economía colombiana	265
Cuadro 5.3.1. Intervención del Banco de la República en el mercado cambiario (cifras en millones de dólares corrientes). Periodo 1999 – 2016.....	279
Cuadro 5.3.2. Intervención del Banco de la República dentro del monto total negociado en el mercado cambiario colombiano. Periodo 2002 – 2015.....	280

Esquemas

Esquema 5.1. La política macroeconómica como vía interna de la VM.....	289
--	-----

CAPÍTULO 6. LAS FLUCTUACIONES DE LA DEMANDA AGREGADA Y LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Gráficos

Gráfico 6.1. Composición de la demanda agregada (precios constantes del año 2005). Periodo 1970 – 2015.....	293
Gráfico 6.2. La dinámica del consumo, los <i>shocks</i> externos y la política macroeconómica. Periodo 1990 – 2015.....	295
Gráfico 6.3. La FBK, los <i>shocks</i> externos y la política macroeconómica. Periodo 1990 – 2015	299
Gráfico 6.4. Saldo de la balanza comercial y sus principales determinantes. Periodo 1990 – 2015.....	300
Gráfico 6.5. Desequilibrios externos y crecimiento económico en Colombia. Periodo 1990 – 2015.....	301
Gráfico 6.6. <i>Shocks</i> externos y demanda agregada. Periodo 1990 – 2015.....	303

Gráfico 6.7. Contribución al crecimiento de la demanda agregada por componentes del gasto (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	304
Gráfico 6.8. Contribución al crecimiento de la demanda agregada por residencia (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	305
Gráfico 6.9. Contribución al crecimiento de la demanda agregada por tipo (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	306

Cuadros

Cuadro 6.1. Tasa media anual de crecimiento del consumo, ciclo económico y ciclo crediticio. Periodo 1993 – 2015.....	297
Cuadro 6.2. Desviación estándar de las tasas de crecimiento reales de los componentes de la demanda agregada. Periodo 1990 – 2015	298
Cuadro 6.3. Coeficientes de correlación parciales entre las variables que representan los <i>shocks</i> externos y los componentes de la demanda agregada. Periodo 1990 – 2015.....	302

Esquemas

Esquema 6.1. Los <i>shocks</i> externos y la inestabilidad de la demanda agregada.....	309
--	-----

CAPÍTULO 7. LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y LA OFERTA AGREGADA

Gráficos

Gráfico 7.1. Valor Agregado según ramas de actividad económica por clasificación de las cuentas nacionales (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	313
Gráfico 7.2. Tasa de crecimiento real de la industria manufacturera y tipo de cambio real. Periodo 1990 – 2015.....	315
Gráfico 7.3. Composición de la FBKF por tipo de producto (precios constantes de 2005). Periodo 1994 – 2015.....	320
Gráfico 7.4. La productividad laboral en Colombia y el crecimiento económico. Periodo 1981 – 2015	322
Gráfico 7.5. Distribución de la tasa de crecimiento del PIB entre la productividad y el empleo. Periodo 1981 – 2015.....	323
Gráfico 7.6. La productividad total de los factores y el crecimiento económico. Periodo 1981 – 2015	325

Gráfico 7.7. Los costos laborales unitarios nominales en Colombia. Periodo 1980 – 2015.	327
---	-----

Cuadros

Cuadro 7.1. Tasa de crecimiento promedio anual por actividades económicas (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	314
Cuadro 7.2. Contribución al crecimiento del PIB por actividades económicas (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	316
Cuadro 7.3. Tasas de crecimiento promedio anual de la FBKF por tipo de producto (precios constantes de 2005). Periodo 1994 – 2015.....	319

Esquemas

Esquema 7.1. Oferta productiva e inestabilidad macroeconómica	330
---	-----

CAPÍTULO 8. INESTABILIDAD MACROECONÓMICA, VULNERABILIDAD EXTERNA Y DINÁMICA DEL PIB

Gráficos

Gráfico 8.1. Fluctuaciones de la demanda interna y del PIB. Periodo 1990 – 2015.....	334
Gráfico 8.2. Tasas de crecimiento de la demanda interna y del PIB por subperiodos (1990 – 2015)	335
Gráfico 8.3. Contribución al crecimiento de la demanda interna por componentes (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015.....	335
Gráfico 8.4. La brecha del PIB en la economía colombiana. Periodo 1990 – 2015	338
Gráfico 8.5. El ciclo económico colombiano. Periodo 1990 – 2015	340
Gráfico 8.6. Participación de los ingresos por exportaciones de bienes primarios en los créditos totales de la cuenta corriente.....	349
Gráfico 8.7. Participación de los ingresos por manufacturas en los créditos totales de la cuenta corriente.....	350
Gráfico 8.8. Componentes del indicador de vulnerabilidad real.....	354
Gráfico 8.9. Participación del stock de IED en el PIB	355
Gráfico 8.10. Cambios en la vulnerabilidad financiera por países.....	356
Gráfico 8.11. La vulnerabilidad externa por países: comparativo del subperiodo 1990 – 1999 respecto al 2000 – 2015.....	358

Cuadros

Cuadro 8.1. Volatilidad de los componentes del gasto interno (desviación estándar de las tasas de variación). Periodo 1990 – 2015	336
Cuadro 8.2. Brecha del PIB por periodos (1990 – 2015).....	339
Cuadro 8.3. Cronología de los ciclos económicos colombianos. Periodo 1990 – 2015....	341
Cuadro 8.4. Volatilidad del PIB. Periodo 1990 – 2015	343
Cuadro 8.5. Variación de la vulnerabilidad externa (2000 - 2015 respecto a 1990 – 1999).	348
Cuadro 8.6. Clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas y basadas en recursos naturales	353
Cuadro 8.7. La vulnerabilidad externa por países seleccionados	359

Esquemas

Esquema 8.1. La inestabilidad macroeconómica y la dinámica del PIB	361
Esquema 9. La vulnerabilidad macroeconómica de la economía colombiana.....	379

LISTADO DE ACRÓNIMOS

ADF: prueba Dickey-Fuller aumentado

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CLUn: costos laborales unitarios nominales

DANE: Departamento Administrativo Nacional de Estadística

DNP: Departamento Nacional de Planeación

FMI: Fondo Monetario Internacional

IC: inversión de cartera

IED: inversión extranjera directa

IPC: índice de precios al consumidor

IPP: índice de precios al productor

ITCR: índice de tasa de cambio real

MCE: modelo de corrección de errores

MD: Macroeconomía del Desarrollo

OI: otras inversiones

PP: prueba Philip-Perron

PTF: productividad total de los factores

TIBR: tasa de interés de intervención del Banco de la República

UNCTAD: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

VAR: vector autorregresivo

VEC: modelo de vector de corrección de errores

VF: vulnerabilidad financiera

VM: vulnerabilidad macroeconómica

VR: vulnerabilidad real

WDI: *World Development Indicators*

RESUMEN

Desde principios de los noventa se emprendieron una serie de reformas en la economía colombiana tendientes a profundizar la liberalización comercial y la financiera. El propósito de dichas reformas, luego de un lapso marcado por las secuelas que había dejado la crisis de los ochenta, fue acelerar el crecimiento económico y recuperar la senda que había alcanzado este país a mediados de los setenta. La justificación para la implementación del nuevo patrón de crecimiento económico se basó en los beneficios potenciales que ofrecía el comercio internacional, tanto en su esfera real como en la financiera.

Después de un largo periodo de haber implementado las medidas aperturistas, nos propusimos evaluar los resultados macroeconómicos mostrados por la economía colombiana. Bajo la idea de que los *shocks* exógenos juegan un rol fundamental en la dinámica económica de este tipo de países, el objetivo fundamental de esta investigación es identificar los mecanismos a través de los cuales los ciclos externos, comerciales y financieros, y la gestión de las autoridades en materia de política económica, incidieron en el comportamiento de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015.

Para cumplir los propósitos anteriormente señalados, esta investigación está organizada en ocho capítulos. Los dos primeros capítulos hacen referencia a la revisión de la literatura y a la propuesta de marco teórico, respectivamente. El objetivo del primer capítulo es realizar una exploración de las principales propuestas teóricas alrededor del concepto de vulnerabilidad macroeconómica (VM) y las características que muestra dicho fenómeno en las economías en desarrollo. Adicionalmente, desde el enfoque neoestructuralista, que es la principal referencia teórica de esta investigación, se examinan las causas de la VM, los mecanismos que la reproducen y las consecuencias que la misma ocasiona sobre las principales variables macroeconómicas.

En el segundo capítulo se presenta una propuesta teórica y metodológica que permite abordar el estudio de la VM. A partir de este ejercicio es posible clarificar el enfoque desde donde se emprende el análisis de la VM dentro de la presente investigación, entre otras cosas, por las diversas contribuciones que existen alrededor del fenómeno que se está estudiando. En particular, se sistematizan las principales contribuciones provenientes tanto del Estructuralismo Latinoamericano como del Neoestructuralismo, donde, a pesar de no haber una propuesta formal de VM, se encontró que existen una serie de elementos que permiten configurar un marco de análisis que posteriormente se puede utilizar en el examen empírico.

A partir del tercer capítulo (hasta el octavo) se aborda el estudio de la VM en la economía colombiana desde el punto de vista empírico. Dicha tarea tiene un doble propósito. En primer lugar, explicar la relación que existe entre la VM y la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo 1990 - 2015, y, en segundo lugar, aportar información empírica para contrastar las hipótesis planteadas dentro de este estudio.

El tercer capítulo tiene como objetivo ahondar en el análisis del primer canal de transmisión de la VM por la vía externa, que es el financiero. A partir del examen empírico, se concluye que los flujos de capital que ingresaron a la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015 ejercieron un efecto procíclico sobre la misma, lo cual se explica por su composición, volumen y volatilidad, y en particular, por los efectos ocasionados en el saldo de la cuenta corriente y en el tipo de cambio.

En el cuarto capítulo se estudia el segundo canal de transmisión de la VM por la vía externa, que es el comercial. Fruto de este ejercicio, se concluye que la economía colombiana profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de los recursos naturales, que a la postre se convirtió en el factor determinante de la persistencia del desequilibrio externo en este país. Además, como resultado de la aplicación de la Ley de Thirlwall, se muestra que la economía

colombiana se expandió por encima de la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de la balanza de pagos. Este fenómeno solamente fue posible en el marco de una gran afluencia de capitales, unos términos de intercambio favorables, especialmente desde mediados de la década de los 2000, y un incremento significativo de las transferencias corrientes.

El objetivo del quinto capítulo es mostrar la relación entre la vía externa y la vía interna de la VM. En concreto, se busca dilucidar los mecanismos a través de los cuales la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) aplicada en Colombia contribuyó a explicar los desequilibrios macroeconómicos observados en este país durante el periodo de tiempo estudiado. La conclusión es que las medidas de política económica empleadas por los gobiernos incrementaron, o al menos no paliaron, los desequilibrios macroeconómicos ocasionados como resultado de los *shocks* externos, ya sea porque la posición fue directamente procíclica, como sucedió con la política fiscal, porque el Banco de la República asumió una postura pasiva o conformista frente a la trayectoria del tipo de cambio, o porque, sencillamente, había un objetivo superlativo, tal y como pasó con la política monetaria.

El objetivo del sexto capítulo es mostrar cómo los efectos conjuntos de los *shocks* externos y la gestión de la política económica afectaron el comportamiento de la demanda agregada y de cada uno de sus componentes. El hecho más significativo es la fuerte relación que mostró dicha variable con la dinámica de los ciclos comerciales, los financieros y los efectos procíclicos derivados de las medidas de política económica. Asimismo, se pudo corroborar que la inestabilidad de la demanda agregada ha sido persistente, lo cual se observa tanto en la volatilidad de la misma como en la continua acumulación de desequilibrios macroeconómicos en el transcurso del periodo de tiempo estudiado.

El séptimo capítulo tiene como objetivo examinar la dinámica del PIB desde el punto de vista de la oferta, enfatizando en los efectos que en dicha variable ocasionaron los desequilibrios macroeconómicos que mostró la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado. Respecto a los cambios en la estructura productiva colombiana, lo más relevante es el incremento del peso del sector terciario (comercio y servicios) dentro del PIB. En contraste, los sectores que terminaron perdiendo participación en el producto fueron el primario y el secundario. Con relación al sector secundario, lo más significativo desde la perspectiva de esta investigación es la reducción del peso de la industria manufacturera dentro del PIB, que reportó una caída de un tercio entre 1990 y el 2015. Dicha dinámica estaría asociada, fundamentalmente, con los efectos negativos derivados de los *shocks* externos, especialmente por la vía del tipo de cambio y de la inversión. Respecto a la productividad agregada, lo más relevante es que la economía colombiana no fue capaz de incrementar su nivel de eficiencia, por lo cual, el crecimiento económico solamente se dio por una mayor dotación factorial.

En el octavo capítulo se hace una caracterización del ciclo económico colombiano y su relación con los ciclos comerciales y los financieros. Además, se presenta una medida de vulnerabilidad externa. Los resultados encontrados se pueden resumir en dos rasgos muy acentuados en la economía colombiana: la profundización de la dependencia del ciclo económico respecto a los *shocks* externos (dominancia de la balanza de pagos) y el bajo nivel de crecimiento económico comparado con los periodos previos a la década de los noventa. Respecto a la vulnerabilidad externa, lo que se pudo mostrar dentro de esta investigación es que Colombia incrementó tanto la vulnerabilidad real (VR) como la vulnerabilidad financiera (VF), y que dicho comportamiento es relevante si se compara con los resultados obtenidos para este indicador en otros países.

ABSTRACT

Since the beginning of the 90s, a series of reforms in the Colombian economy have been undertaken to deepen trade and financial liberalization. The purpose of these reforms after a period caused by the aftermath of the crisis of the 80s was to accelerate the economic growth and recover the way that this country had reached in the middle 70s. The justification for the implementation of the new economic growth pattern was based on the potential benefits offered by the international trade both in its real and in the financial sphere.

After a long period of having implemented the opening measures, we tested the macroeconomic results shown by the Colombian economy. Based on the idea that the external shocks take a relevant role in the dynamic economy of this type of countries, the main goal of this investigation is to identify the mechanisms whose external cycles, financial and trading, and the management of authorities in matters of economic policy have influenced the behavior of the main aggregates of the Colombian economy since 1990 to 2015.

To fulfill the highlighted aforementioned purposes, this research is organized into eight chapters. The first two refer to literature review and proposed theoretical framework, respectively. The most relevant goal in the first chapter is to explore the main theoretical proposals around the concept of macroeconomic vulnerability (MV) and the characteristics shown by this phenomenon on the developing economies. Furthermore, from the neostructuralism approach, which is the main theoretical foundation of this research, the causes of the MV are examined, the mechanisms that reproduce it and the and its consequences on the main macroeconomic variables.

In the second chapter, we present a theoretical and methodological proposal that allow us to approach the study of VM. From this exercise it is possible to clarify the approach from which the analysis of VM within the present research is undertaken, by taking into account a variety of contributions that exist around the phenomenon, object of study. In particular, the contributions made by the Latin American Structuralism and also the Neo-Structuralism are systematized, where in spite of not having a formal proposal of MV, it was found that exist a series of elements which permit configuring a framework of analysis that can later be used in the empirical examination.

From the third chapter (up to the eighth), it is boarded the study of VM in the Colombian economy is approached from an empirical point of view. This task has a double purpose: first, to explain the relation between MV and the dynamic of the main aggregates of the Colombian economy during the period of 1990-2015; second, to provide empirical information to contrast the hypotheses introduced in this study.

The third chapter aims to delve into on the analysis of the first transmission channel of the VM through the external channel, which is the financial one. Based on an empirical examination, we conclude that the capital flows that entered the Colombian economy during 1990-2015 exerted a procyclical effect on the same, which is explained by its composition, volume, volatility and, in particular, by the effects caused in the current accounts balance and in the exchange rate.

In chapter fourth, the second transmission channel of the VM is studied through the external channel, which is the commercial one. On this exercise, we conclude that the Colombian economy deepened its model of commercial insertion based on the exploitation of natural

resources, which next in the end became a determining factor of the persistence of external unbalance. On the other hand, as a result of the application of the Thirlwall Law, it is shown that the Colombian economy expanded above the growth rate compatible with the equilibrium of the balance of payments. This phenomenon was possible only on the context of a large capital inflows, favorable terms of trade and a significant increase of current transfers.

The goal of the fifth chapter is to show the relation between the external and internal channel of MV, by trying to explain the mechanisms by which the economic policy (fiscal, monetary and exchange) applied in Colombia contributed to explain the macro economical unbalances observed in this country during the studied period of time. The conclusion is that the measures of economic policy used by the government increased, or at least did not mitigate, the imbalances caused as result of external shocks, either the position was directly procyclical, as it happened with the fiscal policy, because the central bank adopted a passive posture towards the exchange rate trajectory, or just because there was a superlative objective as it happened with the monetary policy.

The aim of the sixth chapter is to show how the joint effects of external shocks and the management of economic policy affected the behavior of aggregate demand and also each of its components. The most significant fact is the strong relation shown by this variable within the dynamic of trade cycles, the financial cycles ones and the procyclical effects derived from the economic policy measures. In that way, it was proved that the instability of this variable has been persistent, which is observed both in its volatility as well as in the continuous accumulation of macroeconomic imbalances in during the studied period of time.

The seventh chapter's goal is to examine the dynamic of GDP from a supply point of view, by emphasizing on the effects generated as a result of macroeconomic imbalances shown by the Colombian economy showed during a specific period of time. Regarding to the productive structure changes, the most relevant is the increase of weight of a tertiary sector (trade and services) within the GDP; in contrast, the sectors that lost participation in the product were the primary and secondary (sectors). With regard to the secondary sector, the most significant seen from the perspective of this research, is the reduction of the weight in the manufacturing industry within the GDP, which reported a drop of a third by 1990 and 2015. Such dynamic would be associated, fundamentally, with the negative effects derived from the external shocks, especially by the exchange rate channel and investment. Regarding aggregate productivity, the most relevant is that the Colombian economy was not able to increase its efficiency level, which is why economic growth was due to a greater factorial endowment.

In the eighth chapter, it is made a characterization of the Colombian economic cycle and its relation to the trading and financial cycles is made. Furthermore, a measure of external vulnerability is presented. The results found can be summarized in two remarkable features in the Colombian economy: the deepening of the dependence of the economic cycle on external shocks (balance of payments dominance) and the low level of economic growth compared to previous period of the 90s decade. Regarding external vulnerability, what could be shown within this research is that Colombia increased the real vulnerability as well as the financial vulnerability, and this behavior is relevant when compared with the obtained results for this indicator in other countries.

INTRODUCCIÓN

El propósito de esta introducción es hacer un primer acercamiento al objeto de estudio que se va a desarrollar dentro de esta Tesis, las razones por las cuales se escogió el tema, los objetivos e hipótesis, la estructura de la investigación y los criterios metodológicos bajo los cuales se desarrolla la misma.

A. El objeto de estudio

El objeto de estudio abordado dentro de esta investigación tiene que ver, en general, con el interés por ahondar en el análisis de las particularidades que muestra el funcionamiento de las economías en desarrollo. Infortunadamente, la mayor parte de los estudios teóricos y empíricos en el campo de la Economía se refieren a distintos tópicos de los países desarrollados, sin encontrar demasiadas respuestas a los fenómenos suscitados en el resto del mundo, donde la dinámica económica se aleja de dicho patrón (véase, por ejemplo, Taylor, 1989, 2001; Agénor y Montiel, 2000).

Uno de los fenómenos que más llama la atención de los países en desarrollo es la influencia que ejercen los *shocks* externos (comerciales y financieros) sobre el ciclo económico de los mismos (Prebisch, 1949; Taylor, 1989, 2001; Ocampo, 2011). Precisamente, el interés por estudiar la economía colombiana se origina por el atractivo de evaluar el comportamiento de sus agregados macroeconómicos después de un largo periodo de haberse aplicado distintas medidas enmarcadas en el proceso de profundización de la apertura comercial y financiera que se dio a inicios de los 90.

El objetivo fundamental para la economía colombiana, y los países latinoamericanos en general, luego de un lapso marcado por las secuelas que había dejado la crisis de los ochenta, fue acelerar el crecimiento económico y recuperar la senda que se había alcanzado a mediados de la década de los setenta. Bajo este contexto, se consolidaba la idea de un cambio en el patrón de crecimiento económico, esta vez, orientado hacia afuera (véase CEPAL, 1990; Departamento Nacional de Planeación, 1991; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009).

La justificación para la implementación del nuevo patrón de crecimiento económico se basó en los beneficios potenciales que ofrecía el comercio internacional, tanto en su esfera real como en la financiera. Desde el Nеоestructuralismo, hubo un gran escepticismo respecto a las promesas del neoliberalismo (véase Fajnzylber, 1983, 1990; French-Davis, 1988; CEPAL, 1990), mostrándose en desacuerdo con la apertura indiscriminada, por los efectos de la misma en la estrategia de desarrollo económico que se había cimentado desde el Estructuralismo latinoamericano, especialmente porque estas medidas acentuaban un modelo de inserción comercial basado en la explotación de los recursos naturales (véase Fajnzylber, 1983, 1990; CEPAL, 1990; Rodríguez, 2006).

A pesar de las advertencias que se habían realizado con relación a los peligros que representaba la apertura indiscriminada tanto del comercio exterior como del mercado de capitales, la mayoría de los países latinoamericanos terminaron implementado estas medidas¹ (véase Rodríguez, 2006). En este contexto, aunque puede haber algunos matices, Colombia

¹ En este punto, es importante señalar que las medidas aperturistas no fueron implementadas ni en los mismos tiempos ni en las mismas condiciones (económicas, políticas, institucionales) en todos los países latinoamericanos. Al respecto, vale comparar lo que sucedió con países como Chile, Brasil y Argentina, donde dichas reformas se dieron desde los años setenta, mientras que en Colombia este proceso fue algo más tardío. En todo caso, el común denominador fue que este proceso se ahondó hacia la década de los 90.

siguió el camino de la liberalización de su economía, que conllevó una serie de cambios en distintos tópicos.

Haciendo un balance preliminar del desempeño de la economía colombiana durante la fase aperturista, los resultados se muestran ambiguos. De un lado, Colombia logró objetivos importantes, donde se destaca el comportamiento de la inflación, la deuda externa y el déficit fiscal. También se resalta la dinámica de las exportaciones, especialmente desde mediados de la década de los 2000. Asimismo, en medio de la crisis de 1999, aunque los efectos fueron bastante drásticos, habrían sido menores respecto a otras economías emergentes que tuvieron que enfrentar episodios de crisis, tanto económicas como financieras (cambiarias y/o bancarias²). Ulteriormente, en el momento de enfrentar la crisis económica y financiera de los países desarrollados (2007 – 2009), la economía colombiana, aunque se vio afectada, fue capaz de recuperarse con relativa facilidad. En su momento, los resultados anteriormente mencionados fueron interpretados como una muestra fehaciente de la fortaleza que había adquirido este país para afrontar los efectos adversos originados como resultado de los choques externos; que han sido una de las grandes preocupaciones de este tipo de países.

Ahora bien, cuando los resultados de la economía colombiana se analizan en términos de la dinámica del PIB, se concluye que estos fueron insuficientes. Así, la tasa de crecimiento económico (en términos reales) alcanzada para el periodo 1990 – 2015, que fue del 3.66% promedio anual (acumulativo), es apenas superior a la que se reportó en la década de los 80 (3.4%), y está muy por debajo de la obtenida en los setenta (5.7%). Como resultado, la convergencia de Colombia en términos del producto per cápita frente a los países de la zona, como en relación a las economías desarrolladas, ha sido prácticamente nula. Así, el PIB per cápita de Colombia (relativo a EE.UU.) observado en el periodo 1990 – 2010 (en dólares constantes de 2010) es inferior al promedio de las décadas de los 70 y 80³. En el contexto regional, Colombia pasó de tener un PIB per cápita equivalente al 51% del promedio sudamericano en el año 1960 a un porcentaje del 77% en 1990, es decir, un avance de 26 pp. Sin embargo, en los 24 años siguientes, que es prácticamente el periodo que se aborda dentro de esta investigación, dicha tasa no mejoró, y solamente alcanzó el mismo nivel de 1990 en el año 2014.

A la luz de las cifras mostradas, resulta fundamental conocer los factores que han determinado dicho comportamiento. En el plano teórico, hay diversas razones que permiten explicar lo que sucedió en la economía colombiana durante la fase de profundización de la apertura económica. No obstante, desde la perspectiva de esta investigación, una de las principales justificaciones está en la prevalencia de la inestabilidad macroeconómica real, que a su vez está asociada con el alto grado de exposición de la economía de este país ante los efectos adversos derivados de los *shocks* externos, tanto comerciales como financieros (véase Ocampo, 2001, 2011; Ffrench-Davis, 2005, 2010). Siguiendo esta línea, lo que se defiende desde esta postura es que la estabilidad nominal, que es lo que ha logrado Colombia durante estos años, aunque es importante, no es suficiente para garantizar unos niveles de crecimiento económico altos y estables. A partir de esta consideración, ligada a los planteamientos realizados tanto desde el Estructuralismo Latinoamericano como del Nueostructuralismo, se encuentra que el desempeño de la economía colombiana en términos del PIB está vinculado a un fenómeno muy arraigado en este tipo de países que es la vulnerabilidad macroeconómica (VM).

² En el contexto regional, dichos episodios se dieron en países como Argentina, Brasil y Ecuador.

³ Datos obtenidos a partir de la base de datos del Banco Mundial (WDI).

A partir de las consideraciones planteadas hasta el momento, una de las premisas más importantes dentro de esta investigación es que la VM siempre ha estado presente en la economía colombiana (visión estructural). Lo que pasa es que en determinados episodios dicho fenómeno se ve opacado por los resultados macroeconómicos de carácter coyuntural que impiden un debate más profundo sobre este tema, y solamente en los momentos de crisis o desaceleración de la economía es cuando vuelve al centro de la discusión.

En el contexto latinoamericano, el análisis de la economía colombiana es sugerente puesto este país solamente ha reportado tres episodios de caída anual del PIB (1930, 1931 y 1999) durante el siglo XX. Dicho fenómeno ni siquiera se dio en la década de los 80, siendo el único país sudamericano que en ningún año presentó una reducción del PIB. En las últimas décadas, tampoco se han dado episodios de crisis cambiarias o de deuda, o fenómenos de hiperinflación; tal y como ha sucedido con varias economías de la región. De este modo, es interesante el estudio de la VM para un país donde los eventos de crisis han sido escasos. En este marco, lo que se plantea dentro de esta investigación es que la VM es un fenómeno amplio, donde los elementos estructurales juegan un rol significativo. Dicho planteamiento contrapone la idea de que los países vulnerables solamente son aquellos que muestran eventos que impliquen algún tipo de crisis financiera (bancaria, cambiaria o de deuda) o real, tal y como se deriva de los estudios realizados por Kaminsky *et al.* (1998), FMI (1998, 2010, 2011), Ghosh y Ghosh (2003), Frankel y Saravelos (2012), entre otros.

Los motivos por los cuales se escogió como periodo de análisis el lapso 1990 – 2015 son varios. En primer lugar, durante esta fase, Colombia implementó una serie de reformas que buscaron profundizar el proceso de apertura económica, lo cual ya es interesante desde el punto de vista de los resultados. En segundo lugar, la economía colombiana afrontó, a diferencia de otros periodos, una mayor intensidad tanto de los ciclos financieros como de los comerciales. Este contexto, desde luego, es sugerente tanto en lo empírico como en lo teórico. En el primer caso, porque se puede contrastar los logros alcanzados por la economía colombiana respecto a los periodos previos. Y en el segundo, porque permite evaluar varias de las advertencias que se hacían desde el Neoestructuralismo frente al proceso de liberalización económica que se emprendió por parte de varios países latinoamericanos en las décadas de los 80 y 90. Al respecto, hay que tener en cuenta que dicha propuesta teórica se consolidó hacia principios de los 90, que es precisamente donde inicia esta investigación. En tercer lugar, durante la década de los 90, la economía colombiana tuvo que enfrentarse a un episodio de crisis, que representó la peor caída del PIB durante la segunda mitad del siglo XX. Sobre este hecho, evidentemente, llama la atención el rol que pudieron desempeñar los ciclos externos. En quinto lugar, desde el segundo lustro de los 2000, la economía colombiana hizo frente a varios fenómenos que resultan muy relevantes: el *boom* de los precios de las *commodities*, el ingreso de un gran volumen de financiamiento externo, y las secuelas de la crisis de 2008 – 2009 originada en las economías desarrolladas. En sexto lugar, dado que el lapso de tiempo estudiado no es homogéneo en el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos de este país, se puede hacer comparaciones entre subperiodos, que es un aspecto que se resalta dentro de esta investigación. Por último, la disponibilidad de información estadística para este periodo, a pesar de algunas deficiencias, es mucho mayor respecto a las décadas previas.

Una vez justificado el objeto de estudio, el paso siguiente consiste en describir los principales referentes metodológicos y teóricos que guían esta investigación.

B. Referentes metodológicos

Empezamos por decir que tanto el método como los fundamentos teóricos desde los cuales se aborda esta investigación se inscriben dentro de la tradición del Estructuralismo Latinoamericano y el Neoestructuralismo. Hay, por lo menos, dos razones que lo justifican. La primera es que estos enfoques han sido pensados, precisamente, para el estudio de las economías en desarrollo, y particularmente las latinoamericanas, que tienen unas condiciones muy concretas que son fundamentales para entender su dinámica económica (véase Taylor, 1989; Ocampo, 2001; Bielschowsky, 2009).

La segunda razón tiene que ver con el método que utiliza el Estructuralismo, donde el funcionamiento de la economía se entiende desde una perspectiva sistémica (Sunkel, 1971; Lustig, 1988; Di Filippo, 2009). Bajo esta visión, el desarrollo económico, o el subdesarrollo, hace parte de un fenómeno de conjunto en el cual se establecen una serie de interrelaciones entre las diferentes dimensiones que lo conforman. Además, no solamente sirve para entender las conexiones, y los cambios, entre las diferentes estructuras a nivel interno, sino también para conectar el sistema internacional con el sistema económico nacional, en lo que se denominó como la visión centro – periferia (Ocampo, 2001; Di Filippo, 2009). En este punto, como se verá más adelante, la forma cómo se vinculan los países en desarrollo con el resto del mundo (inserción externa) es fundamental para entender la estructura productiva que adopta su economía y la dinámica de la misma (Prebisch, 1949; Sunkel, 1971; Ocampo, 2001); y, por tanto, su grado de VM.

Dentro del enfoque estructuralista latinoamericano, el método de análisis que se sigue es el histórico-estructural (Di Filippo, 2009; Bielschowsky, 2009). Bajo la perspectiva histórica, se entiende que la dinámica de los países en desarrollo se da en un contexto específico, que está condicionado por el pasado, pero que además va cambiando con el tiempo. Por este motivo, es necesario conocer las transformaciones que ocurren en los distintos tópicos. Desde lo estructural, la senda que siguen los países periféricos se aborda desde una visión integral u holística, en la cual el subdesarrollo se asocia con problemas de las estructuras sociales, económicas, políticas, culturales, institucionales etc. (Prebisch, 1949; Sunkel, 1971; Rodríguez, 2006; Di Filippo, 2009). Dichos elementos han sido enriquecidos a partir de las contribuciones de distintos autores como Prebisch (estructuras sociales), Furtado (aspectos culturales) y Cardoso y Falleto (aspectos políticos), que además se alimentaron de los aportes de Marx y Schumpeter, no solamente en lo metodológico, sino en la misma comprensión del subdesarrollo (Sunkel, 1971; Lustig, 1988; Rodríguez, 2006).

El método histórico-estructural aporta, por lo menos, dos elementos que son fundamentales para la configuración y el desarrollo de esta Tesis. En primer lugar, permite visualizar el funcionamiento de la economía desde una perspectiva integral, con lo cual, la explicación de un fenómeno implica distintas aristas, que a la vez están interrelacionadas. Dentro de esta investigación, para entender la VM y sus efectos sobre los principales agregados macroeconómicos, se consideró necesario aludir a los diferentes niveles que componen dicho fenómeno, que van desde el análisis de los ciclos externos hasta el estudio de la política económica. En este sentido, si bien es cierto que el estudio de la VM dentro de esta investigación se aborda desde una perspectiva muy amplia, se consideró necesario abordarlo de esta manera porque mejora la capacidad explicativa frente al fenómeno estudiado; además de ser consecuente con el enfoque planteado tanto en el Estructuralismo Latinoamericano como en el Neoestructuralismo.

En cuanto al análisis de la política económica, es importante aclarar que su estudio se incorporó dentro de esta investigación en la medida que ofrece varios elementos adicionales para comprender la VM del caso examinado. No obstante, el objetivo de este trabajo no es realizar un examen exhaustivo de dichos instrumentos, puesto que la idea fundamental en este punto de la investigación es mostrar cómo las medidas de política económica terminan afectando la inestabilidad y la vulnerabilidad macroeconómicas.

En segundo lugar, por su carácter dinámico, el método histórico-estructural parte de la idea de que el funcionamiento de la economía va cambiando con el tiempo, a la vez que conserva unos rasgos estructurales. En este sentido, lo que se busca en este trabajo es, por una parte, identificar los cambios en la VM a lo largo del periodo de estudio, y por otra, dilucidar cuáles son esos elementos que adoptan un carácter permanente.

Más allá de los elementos aportados a esta Tesis por el método histórico – estructural, que son propios del Estructuralismo Latinoamericano, dentro de esta investigación también se incorporan una serie de herramientas cuantitativas, cuya importancia se ha destacado y fortalecido durante la fase neoestructuralista. Sin lugar a dudas, el abordaje de la VM desde esta perspectiva ha reforzado la comprensión de este fenómeno en la economía colombiana.

Una vez descritas de una manera muy sucinta las premisas metodológicas que guían el presente trabajo, en adelante se esbozan los referentes teóricos de partida, entendiendo que estos son fundamentales dentro de la articulación y el desarrollo del objeto de estudio de esta investigación. Y aunque estos temas se profundizan en el desarrollo de esta Tesis, es muy importante relacionarlos por su influencia en la estructura de la misma.

C. Principales referentes teóricos

Entendiendo que la vulnerabilidad adquiere un carácter multifacético y multidimensional (véase Chambers, 1989; Moser, 1998; Busso, 2001; Briguglio, 2003; Guillaumont, 2016) tanto en sus causas como en sus consecuencias, y que en todos los casos está plenamente justificado su estudio, para los objetivos de esta investigación es de interés únicamente la dimensión económica del fenómeno, que corresponde a una de las macrovulnerabilidades señaladas por Guillaumont (2016). Desde la perspectiva macroeconómica, que es la que se aborda dentro de esta investigación, la vulnerabilidad se define como el grado de exposición de la economía de un país ante la probabilidad de ocurrencia de un *shock* externo y la capacidad de la misma para afrontar los efectos adversos que este genere (véase Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999, 2013, 2016; Cordina, 2004; Briguglio *et al.*, 2008, 2009).

Dentro de esta investigación, el estudio de la VM se aborda bajo la idea de que los *shocks* externos ejercen una influencia significativa en la dinámica económica de los países en desarrollo (véase Prebisch, 1949; Taylor, 1989, 2001; Ocampo, 2005, 2011). En el plano conceptual, la VM tiene su origen tanto en los factores externos como en los internos, los cuales, además, tienden a reforzarse cuando actúan de manera conjunta. Así, mientras el carácter externo de la VM se explica por la independencia y las características de los *shocks* (Ffrench-Davis, 2008), el interno tendría que ver, por una parte, con el manejo que hacen los gobiernos de los instrumentos de política económica (fiscal, monetaria y cambiaria), y por otra, con las características de la estructura productiva de cada país.

Los principales referentes teóricos de esta investigación, como se mencionó anteriormente, se encuentran en el Estructuralismo Latinoamericano y en el Neoestructuralismo. No obstante, es importante advertir que en la propuesta teórica que se presenta dentro de este

trabajo, que se detallará más adelante, concurren una serie de aportes provenientes de diferentes corpus teóricos, que en distintas fases de la investigación ayudan a mejorar la comprensión del fenómeno que se busca explicar.

El Neoestructuralismo surgió en medio del debate por el nuevo contexto que se estaba dando en las economías latinoamericanas tanto en la década de los 70 como en los 80. Dicho enfoque intentó, en parte, responder a los desafíos de estos países en el marco de la globalización, pero también darle continuidad al pensamiento estructuralista latinoamericano que se había construido desde finales de la década de los 40 (Ffrench-Davis, 1988; CEPAL, 1990; Ocampo, 2001; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009). Desde luego, dicho cambio implicó una serie de ajustes y la apertura de nuevos tópicos a la estrategia de desarrollo económico que se había seguido hasta ese momento (CEPAL, 1990; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009).

Desde el enfoque neoestructuralista, se enfatizó en la necesidad de poner mayor atención a los problemas de corto plazo, y particularmente a los desequilibrios macroeconómicos que habían mostrado varios países latinoamericanos (Lustig, 1988, CEPAL, 1990). Dicha preocupación se incrementó desde los años 70, por dos razones: el desmonte del sistema de Bretton-Woods y los cambios en el sistema monetario y financiero internacional, y los temores antes los brotes inflacionarios.

Desde la década de los 70, la necesidad de ajustar la propuesta estructuralista era apremiante, sobre todo por las medidas de desregulación de los flujos financieros que se habían implementado en los países desarrollados; lo que desencadenaría en grandes movimientos de capital hacia la periferia. Para el caso de América Latina, las secuelas de este fenómeno fueron muy claras en la década de los 80, bajo la denominada “crisis de la deuda”. Este contexto también estaba marcado por una crítica frontal hacia los planteamientos estructuralistas, por lo que se consideró como el fracaso del modelo de industrialización por sustitución de importaciones (ISI) (véase Lustig, 1988). Así, en un escenario de grandes reformas, medidas de estabilización, estancamiento del crecimiento económico, y donde, además, se buscaba profundizar la apertura económica, surge el Neoestructuralismo⁴.

El Neoestructuralismo introdujo varios cambios frente al pensamiento estructuralista. No obstante, aunque hay algunos elementos que se adhieren, las bases estructuralistas se conservan (véase Ocampo, 2001; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009). Incluso, se podría decir que las preocupaciones que había hacia los años cincuenta en el entorno de la CEPAL son bastante similares al diagnóstico que se hace dentro del Neoestructuralismo a finales de los 80 e inicios de los 90. En las dos fases, los problemas estructurales de las economías latinoamericanas se relacionan con los siguientes aspectos: las divergencias tecnológicas respecto a los países desarrollados y la forma como se distribuyen los beneficios de progreso técnico, los bajos niveles de crecimiento económico, la inestabilidad macroeconómica, las dificultades implícitas en el modelo de inserción comercial, la falta de inversión, los problemas institucionales, el subempleo, la heterogeneidad estructural, la mala distribución del ingreso y la pobreza etc. (Bielschowsky, 2009).

Desde luego, en esta introducción no se trata de exponer toda la propuesta teórica cepalina. Más bien, lo que se busca es establecer unos pilares que permitan aterrizar el objeto de estudio

⁴ Las contribuciones del Neoestructuralismo se deben a un conjunto amplio de autores. No obstante, por la relevancia de los mismos, se destaca a Fernando Fajnzylber, José Antonio Ocampo, Ricardo Ffrench-Davis, Oswaldo Sunkel, Jorge Katz, Mario Cimoli. Los planteamientos de estos autores se han enriquecido con los aportes keynesianos, poskeynesianos, schumpeterianos y los institucionalistas (Lustig, 1988; Pérez, 2015a).

desde el enfoque a partir del cual se aborda esta investigación. Para este propósito, hay dos elementos de partida que son fundamentales para los objetivos de este trabajo: la influencia de los ciclos externos (comerciales y financieros) sobre la dinámica económica de los países en desarrollo, y las especificidades del manejo de la política económica en estas economías y su relación son los *shocks* externos.

Desde el punto de vista comercial, la exposición de las economías en desarrollo ante los cambios en el contexto externo se origina por el impacto que generan tanto las variaciones de los términos de intercambio como de la demanda externa en la dinámica de los principales agregados macroeconómicos. Dicho fenómeno está asociado a la estructura que adoptan las exportaciones, donde persiste una especialización basada en ventajas comparativas estáticas, ligadas a la explotación de los recursos naturales. Como consecuencia, estos países tienen que enfrentar, recurrentemente, desequilibrios externos, que posteriormente llevan a ajustes recesivos. En esta medida, como lo señala Bielschowsky (2009), el comercio internacional, por las características que adquiere en estas economías, continúa siendo una gran restricción tanto para el crecimiento económico como para la convergencia frente a las economías desarrolladas.

En el ámbito financiero, las preocupaciones pasan por los efectos causados por los flujos de capital sobre la estabilidad macroeconómica de los países en desarrollo, lo cual se explica por el comportamiento de los agentes económicos, la volatilidad de dichos flujos, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, los problemas asociados con el manejo de la información, las posibilidades de reversión de los capitales y la prevalencia de las inversiones financieras (Ffrench-Davis, 2005, 2010).

Para entender la importancia que adquieren tanto los ciclos comerciales como los financieros en la dinámica económica, una de las referencias básicas de las que parte el Estructuralismo Latinoamericano tiene que ver con las asimetrías existentes entre las economías en desarrollo y las economías desarrolladas (Prebisch, 1949; Ocampo, 2001). Debido a la importancia que tienen dichas asimetrías dentro de la explicación de la vulnerabilidad externa de los países en desarrollo, en adelante, se sintetizan los principales argumentos en este sentido.

Para Ocampo (2001), además de las asimetrías productivas (tecnológicas), y las relacionadas con la movilidad de los factores productivos, hay dos tipos de asimetrías más a las cuales se enfrentan los países en desarrollo, que son: las financieras y las macroeconómicas. “Las asimetrías financieras son fundamentalmente cuatro: (a) entre el tamaño de los mercados financieros de los países en desarrollo y las presiones especulativas que enfrentan; (b) la naturaleza de las monedas en las cuales está denominada la deuda externa; (c) las estructuras de plazo que proporcionan los mercados financieros; y (d) el alcance de los mercados secundarios” (Ocampo, 2001, p. 5). Para el autor, hay dos consecuencias de las asimetrías financieras para este tipo de países. La primera es que sus mercados son más incompletos, lo que genera que las empresas tengan mayores dificultades para obtener financiamiento de largo plazo. Y la segunda es que esta condición los obliga a recurrir frecuentemente a los mercados financieros de los países desarrollados, pero en condiciones poco favorables.

Las asimetrías macroeconómicas tienen que ver, fundamentalmente, con las diferencias en el margen de maniobra que tienen los países en desarrollo respecto al manejo de su política económica. Así, mientras las economías desarrolladas tendrían mayores posibilidades para aplicar medidas contracíclicas, en las economías en desarrollo, por su misma posición en la economía mundial, la política macroeconómica tiende a ser procíclica (Ocampo, 2001, 2011). Bajo estas condiciones, la capacidad de los países en desarrollo para incidir en el ciclo

económico termina siendo muy reducida. Incluso, por la forma de conducir la política macroeconómica (fiscal, monetaria, cambiaria) en estos países, lo que hacen las autoridades es exacerbar los efectos procíclicos ocasionados como resultado de los ciclos comerciales y financieros internacionales (Ocampo, 2001, 2011; Ffrench-Davis, 2010).

A partir de los efectos generados por los ciclos de financiamiento externo, dentro del enfoque neoestructuralista, el manejo de la política macroeconómica pasó a ser un tema trascendental (Rodríguez, 2006). Y no porque dicho enfoque haya obviado los problemas de largo plazo, sino porque se entendió que los equilibrios macroeconómicos también son determinantes en el crecimiento económico, y en el mismo desarrollo (CEPAL, 1990; Ffrench-Davis, 2005). Al respecto, se consideró que el crecimiento económico solamente puede ser alto y sostenido mientras haya una estabilidad macroeconómica integral (Ffrench-Davis, 2005, 2010). Esto significa que no basta con alcanzar los equilibrios nominales, relacionados con la inflación, el déficit fiscal y la apertura de la cuenta financiera. Además, se deben alcanzar cierto tipo de equilibrios en la economía real, lo cual tiene que ver con el funcionamiento de los agregados macroeconómicos fundamentales, los precios macroeconómicos clave (el tipo de cambio y las tasas de interés) y, principalmente, con la producción y el empleo (Ffrench-Davis, 1996, 2005, 2010; Ocampo, 2001).

Así entonces, la crítica que se hace desde el Neoestructuralismo frente al manejo de la política macroeconómica en los países latinoamericanos durante la fase aperturista es que esta ha privilegiado los equilibrios nominales, descuidando la estabilidad real. Desde esta perspectiva, la gestión macroeconómica sería determinante para explicar el pobre desempeño económico de estos países durante las últimas décadas (Ffrench-Davis, 2010). En este sentido, desde la CEPAL, se ha insistido en la necesidad de aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas que ayuden, por una parte, a sopesar los *shocks* de oferta, derivados principalmente de los flujos de capital, y por otra, a acelerar el crecimiento económico y hacerlo más estable (Ocampo, 2001; Bielschowsky, 2009). A esto es lo que se conoce como la Macroeconomía del Desarrollo (MD).

A partir de las asimetrías que existen entre las economías desarrolladas y los países en desarrollo, hay dos elementos que son claves en el estudio de la VM: el primero tiene que ver con las diferencias cualitativas entre los dos grupos de países en distintos ámbitos, pero particularmente en la estructura productiva, y lo segundo, con la posición que ocupan dichas economías dentro del sistema capitalista mundial (Prebisch, 1949; Ocampo, 2001; Rodríguez, 2006; Di Filippo, 2009). Respecto a la estructura productiva de los dos tipos de países, la diferencia es muy clara: mientras en las economías en desarrollo (periferia) dicha estructura tiende a ser especializada y heterogénea, en los países desarrollados (centros) es diversificada y homogénea (Rodríguez, 2006). Para Prebisch (1949), hay diversos elementos que explican esta condición, no obstante, el factor clave es el progreso técnico⁵, y la capacidad que tienen los países desarrollados para apropiarse de los frutos del mismo. Para el autor, dado que los avances tecnológicos se generan en los centros y se distribuyen de manera lenta y desigual hacia el resto de países, esta condición genera diferencias en la productividad, que posteriormente repercuten en los ingresos que pueden obtener unos y otros. Esta asimetría también se refleja en las condiciones de inserción comercial, en la cual, por el tipo de bienes que producen, las economías en desarrollo tienen que enfrentar recurrentes desequilibrios en la balanza de pagos.

⁵ Para Di Filippo (2009), la hegemonía que existe entre los centros y la periferia se ejerce a través del progreso técnico. Además, hay unas relaciones de poder entre estos dos tipos de países que garantizan a los primeros el predominio cultural, económico y político-militar.

En este marco, se concluye que las relaciones económicas que se dan entre los dos grupos de países favorecen ampliamente a las economías desarrolladas. Además, se entiende que dichas asimetrías tienden a profundizarse con el paso del tiempo (visión dinámica del subdesarrollo), haciendo que sus niveles de desarrollo, en vez de converger, cada vez sean más distintos.

A partir de los elementos teóricos mencionados hasta el momento, es claro que el cambio de orientación del modelo económico de Colombia no asegura la consecución de los objetivos que se esperaban del mismo. La decisión que se tomó en este país hacia finales de los 80 e inicios de los 90 se concentró en dos puntos: en primer lugar, abrir la economía, esperando que sea el sector externo el que lidere el crecimiento económico, y, en segundo lugar, garantizar unos equilibrios nominales (baja inflación y déficit fiscal) que permitieran generar un ambiente idóneo para captar un mayor volumen de ahorro externo. Desde el enfoque que se aborda dentro de esta investigación, dado que estos dos resultados no garantizan, per se, la solución de los problemas estructurales de la economía colombiana, a la vez que aumentan la sensibilidad de la misma ante los efectos adversos generados por los ciclos externos, el desempeño macroeconómico alcanzado por este país durante la fase aperturista no resulta extraño.

Bajo el marco expuesto, es necesario conocer el rol que han jugado los *shocks* externos y los instrumentos de política económica en el comportamiento de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado.

D. Objetivos e hipótesis

Objetivo general

El objetivo fundamental de esta investigación es identificar los mecanismos a través de los cuales los ciclos externos, comerciales y financieros, y la gestión de las autoridades en materia de política económica, incidieron en el comportamiento de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015.

Objetivos específicos

Objetivo 1. Identificar los mecanismos que explican la influencia de los ciclos comerciales y los financieros sobre los principales desequilibrios macroeconómicos observados en la economía colombiana durante la fase de profundización de la apertura económica.

Objetivo 2. Evaluar la relación existente entre la gestión de las autoridades en el manejo de los instrumentos de política macroeconómica (fiscal, monetaria y cambiaria) y los efectos generados en la economía colombiana como resultado de las características de los ciclos externos (comerciales y financieros).

Objetivo 3. Examinar el vínculo entre la inestabilidad macroeconómica y el comportamiento del PIB durante el periodo 1990 - 2015.

Objetivo 4. Cuantificar los principales cambios de la vulnerabilidad externa de la economía colombiana en el periodo 1990 - 2015.

Además de algunas interrogantes que se esbozaron dentro de la justificación para la elección y delimitación del objeto de estudio, las preguntas que se busca responder dentro de esta investigación son las siguientes:

Pregunta general

¿En qué medida la vulnerabilidad macroeconómica a la que se enfrentó la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación se reflejó en la dinámica de sus principales agregados macroeconómicos y cuáles son los mecanismos que explican la influencia que ejercieron los ciclos comerciales y los financieros, así como la gestión de la política económica, en dicho fenómeno?

Preguntas específicas

- a) ¿Cuáles son los mecanismos a través de los cuales los *shocks* externos, comerciales y financieros, ejercen su influencia sobre la dinámica de los principales agregados macroeconómicos de un país, particularmente en las economías en desarrollo?
- b) ¿Cómo se explica que las medidas adoptadas por los gobiernos de los países en desarrollo en cuanto a la gestión de los instrumentos de política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) terminen alimentando los efectos procíclicos ocasionados por los ciclos comerciales y los financieros?
- c) ¿En qué medida los ciclos comerciales, los financieros y la gestión de los instrumentos de política económica afectaron el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos de Colombia durante el lapso 1990 - 2015?

Frente a las preguntas de investigación planteadas, las hipótesis propuestas son las siguientes:

Hipótesis general

Debido a la influencia ejercida por los ciclos comerciales y los financieros sobre la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana, y la gestión de las autoridades en el manejo de la política económica, este país mostró un nivel de inestabilidad macroeconómica real muy acentuado, cuyo efecto final se observó en una tasa de crecimiento económico baja y volátil.

Hipótesis específicas

Hipótesis 1. Los flujos internacionales de capital jugaron un rol procíclico en la economía colombiana y generaron importantes desequilibrios en sus principales agregados macroeconómicos.

Hipótesis 2. Durante el periodo de referencia de esta investigación, la economía colombiana profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de los recursos naturales, que continúa siendo la causa fundamental del desequilibrio externo de este país.

Hipótesis 3. En el periodo 1990 – 2015, la posición de la política fiscal fue de carácter procíclico, lo que terminó exacerbando la vulnerabilidad e inestabilidad macroeconómicas de la economía colombiana.

Hipótesis 4. El hecho de que el Banco de la República haya tenido como objetivo fundamental el control de la inflación generó un resultado procíclico en la economía colombiana, amplificando de esta manera los efectos adversos derivados de los *shocks* externos.

Hipótesis 5. Las medidas de política cambiaria adoptadas por el Banco de la República no influyeron en la trayectoria del tipo de cambio, con lo cual, dicha institución no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos derivados del comportamiento de esta variable.

Hipótesis 6. Durante el periodo 1990 – 2015, la inestabilidad de la demanda agregada fue persistente, lo cual se explica por los efectos derivados de los *shocks* externos y la posición procíclica de las medidas de política económica.

Hipótesis 7. Los desequilibrios macroeconómicos ocasionados por la conjunción de los efectos procíclicos asociados a los *shocks* externos y el manejo de los instrumentos de política económica generaron cambios significativos en la estructura productiva de la economía colombiana. Además, como resultado de la persistencia de dichos desequilibrios, este país no pudo mejorar sus niveles de productividad.

Hipótesis 8. Como resultado de la inestabilidad real y el incremento de la vulnerabilidad externa, la tasa de crecimiento del PIB fue baja y volátil.

E. Estructura de la Tesis

Para cumplir con los objetivos de la presente investigación, este estudio se estructuró en ocho capítulos. Los dos primeros capítulos corresponden a la revisión de la literatura y a la propuesta de marco teórico, respectivamente. El objetivo del primer capítulo es sistematizar las principales referencias teóricas alrededor del concepto de vulnerabilidad macroeconómica (VM). Bajo este propósito, se busca establecer las causas de este fenómeno, los mecanismos que lo reproducen, y las consecuencias que ocasiona sobre las principales variables macroeconómicas. En este sentido, se definen las fuentes o raíces que están detrás de la VM, así como los canales de transmisión o expansión. Asimismo, se describen los elementos estructurales o permanentes asociados a la VM, separándolos de aquellos que son cíclicos o coyunturales. Una vez se llega este punto, el siguiente paso consiste en mostrar los efectos que genera la VM. El propósito fundamental es comprender la influencia que ejercen los factores externos (comerciales y financieros) en la dinámica de los países en desarrollo; particularmente en aquellas economías donde la inserción comercial ha estado ligada, históricamente, a la explotación de los recursos naturales, como es el caso de Colombia. Entendiendo que este es un punto crucial dentro del análisis de la VM, dicha visión se amplía a partir de la revisión de los planteamientos realizados desde el enfoque neoestructuralista y, particularmente, de la Macroeconomía del Desarrollo (MD).

En el segundo capítulo se presenta una propuesta teórica y metodológica que permite abordar el estudio de la VM, que posteriormente se utiliza para el análisis empírico del caso colombiano. El objetivo fundamental del segundo capítulo consiste en estructurar una propuesta sistemática que permita entender el concepto de VM, las fuentes que la generan y los efectos que ocasiona en la dinámica economía de un país. Un propósito adicional es establecer los criterios básicos para poder identificar los principales cambios generados en la VM a través del tiempo. La necesidad de desarrollar este capítulo se justificó porque el

enfoque neoestructuralista no plantea, de forma explícita, un modelo de VM⁶. Por tal motivo, se emprendió la tarea de estructurar un esquema que permita su comprensión. Esta propuesta teórica representaría una de las primeras aportaciones que se hace dentro de esta investigación. La importancia de la misma radica en que se logra presentar un esquema que permite entender tanto las causas como las consecuencias de la VM. Además, se unifica el análisis, dado que en la mayoría de trabajos está disperso, ya sea porque solamente abordan los aspectos financieros, los comerciales o los de política económica.

A partir del tercer capítulo (hasta el octavo) se exponen los principales resultados obtenidos a partir de esta investigación. Dicha tarea tiene un doble propósito. En primer lugar, explicar los mecanismos a través de los cuales los *shocks* externos y el manejo de la política económica afectaron la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo 1990 - 2015, que es el objetivo general de la investigación, y, en segundo lugar, aportar información empírica para contrastar las hipótesis planteadas dentro de este estudio.

El tercer capítulo de esta investigación tiene como propósito ahondar en el análisis del primer canal de transmisión de la VM por la vía externa, que es el financiero. La premisa fundamental dentro de este ejercicio es que el impacto ocasionado sobre los principales agregados macroeconómicos a través de este canal se origina como resultado del efecto procíclico que generan los flujos de capital; que a su vez se explica por su composición, volumen y volatilidad. Bajo estos argumentos, el objetivo es examinar cómo la dinámica de los flujos internacionales de capital ha influido en los desequilibrios macroeconómicos que mostró la economía colombiana durante el periodo 1990 - 2015.

Continuando con el examen de la vía externa de la VM, en el cuarto capítulo se estudia la influencia del canal comercial sobre las fluctuaciones de los principales agregados macroeconómicos a lo largo del periodo de investigación analizado; que es la forma a través del cual se manifiesta la VM. Para alcanzar este propósito, en la primera parte se estudian las características del modelo de especialización productiva de la economía colombiana y sus principales cambios durante el lapso de tiempo estudiado. Posteriormente se analizan las consecuencias de la inserción comercial sobre la dinámica de la cuenta corriente, haciendo énfasis en sus determinantes y evolución. Por último, se desarrolla un ejercicio econométrico para determinar el comportamiento de la restricción externa en la economía colombiana a partir de la aplicación de la Ley de Thirlwall.

Una vez explorada la vía externa de la VM, en el quinto capítulo se aborda el estudio de la gestión de los instrumentos de política económica. En términos metodológicos, se pasa del análisis del comportamiento de los agregados macroeconómicos, y las consecuencias que sobre estos generan los *shocks* externos, a analizar la posición asumida por las autoridades frente a la dinámica de los mismos a través de los instrumentos de política económica. Así entonces, el objetivo de este capítulo es mostrar, desde el punto de vista empírico, los mecanismos a través de los cuales la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) aplicada en Colombia contribuyó a explicar los desequilibrios macroeconómicos del país durante el periodo de tiempo estudiado.

Después de haber analizado los mecanismos a través de los cuales los ciclos externos han influido en la dinámica de los principales agregados macroeconómicos de Colombia durante

⁶ Aunque los estructuralistas y los neoestructuralistas recurren frecuentemente al término “vulnerabilidad” (véase, por ejemplo, Prebisch, 1949; Rodríguez, 2006; Ocampo, 2011; Ffrench-Davis, 2015), no hacen un desarrollo conceptual del mismo, a pesar de que implícitamente están discutiendo los elementos que la constituyen.

el periodo de referencia de esta investigación, el objetivo del sexto capítulo es mostrar el comportamiento de la demanda agregada y de cada uno de sus componentes. En este punto, lo más relevante es ver cómo la inestabilidad de la demanda agregada resulta de los efectos procíclicos que ocasionan los *shocks* externos y las consecuencias derivadas de la gestión de los instrumentos de la política económica.

El séptimo capítulo tiene como objetivo examinar la dinámica del PIB desde el punto de vista de la oferta, enfatizando en los efectos que en dicha variable ocasionaron los desequilibrios macroeconómicos asociados al carácter de los ciclos externos y al manejo de la política económica. Bajo esta perspectiva, se busca analizar, por una parte, la contribución de cada una de las actividades económicas al crecimiento del PIB, y por otra, visualizar los principales cambios en la estructura productiva. Sobre este último punto, es importante advertir que no se trata de determinar si hubo o no cambio estructural en la economía colombiana; aunque, desde el punto de vista teórico, este es un aspecto fundamental para explicar la VM de un país.

Luego de haber analizado tanto la dinámica de la oferta como de la demanda agregada por separado, en el capítulo octavo se estudia la variable sobre la cual recaen los efectos de la inestabilidad macroeconómica, que es el PIB. Con este propósito, se hace una caracterización del ciclo económico colombiano y su relación con los *shocks* externos. Además, con el fin de evaluar la vulnerabilidad externa de Colombia, se presenta un indicador que muestra la evolución de esta variable durante el periodo de tiempo estudiado.

F. Novedad de la investigación

Hay varios elementos de novedad dentro de esta investigación. En primer lugar, a partir de identificar el “canal real” como vía a través de la cual se transmiten los efectos de la VM, ya se establece una primera diferencia respecto a otros estudios que se enfocan fundamentalmente en los mecanismos financieros como fuente de los desequilibrios macroeconómicos. En segundo lugar, tanto las crisis de las economías emergentes de finales de los 90 como la crisis de los países desarrollados de 2008 - 2009 han generado muchos cambios en la dinámica financiera y económica internacional, con lo cual, hay nuevas fuentes de VM y hay otras que se vieron modificadas. Por tanto, lo que se busca es incorporar dichos elementos dentro del estudio del caso colombiano. En tercer lugar, esta investigación pretende contribuir a una demanda muy concreta en el sentido de que es necesario profundizar en la discusión de las raíces de la vulnerabilidad externa en los países de América Latina, por los efectos generados por dicho fenómeno tanto en términos económicos como sociales (véase Abeles y Valdecantos, 2016, p. 5). Desde la óptica metodológica, es importante resaltar que al realizar este ejercicio para un país en concreto es posible identificar sus especificidades. Tal y como lo advierten Seth y Ragab (2012), el problema de los estudios sobre VM se genera porque la mayoría de investigaciones se han concentrado en una muestra amplia de países, para los cuales se aplican una serie de instrumentos que, aunque recogen las características del conjunto, no permiten entender las particularidades de cada economía. Dicho planteamiento también es coherente con el método estructuralista.

CAPÍTULO 1. VULNERABILIDAD E INESTABILIDAD MACROECONÓMICA: UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA

El objetivo de este capítulo es realizar un primer acercamiento hacia el concepto de vulnerabilidad macroeconómica (VM) y las características que muestra dicho fenómeno en las economías en desarrollo. Adicionalmente, desde el enfoque neoestructuralista, que es la principal referencia teórica de esta investigación, se examinan las causas de la VM, los mecanismos que la reproducen y las consecuencias que la misma ocasiona sobre las principales variables macroeconómicas.

Como se verá más adelante, el análisis de la VM dentro de esta investigación está orientado a la identificación y evaluación de los mecanismos a través de los cuales los ciclos comerciales y los financieros alteran la dinámica de los principales agregados macroeconómicos. Así, a diferencia de otros estudios que se han enfocado en los efectos de los *shocks* externos sobre los mercados financieros, dentro de esta investigación lo que se busca es ahondar en el impacto causado por los mismos desde la perspectiva de la economía real. Tal decisión se justifica desde el enfoque a partir del cual se aborda el tema de estudio (Estructuralismo Latinoamericano y el Neoestructuralismo). Bajo esta perspectiva, si bien es cierto que los movimientos de corto plazo son importantes, lo más relevante es el comportamiento de las variables macroeconómicas en el mediano y largo plazo. En contraste, el análisis de las crisis financieras (bancarias, cambiarias o de deuda) correspondería a una parte de la dinámica económica, donde solamente es posible observar algunos elementos de tipo coyuntural.

Este capítulo está dividido en tres apartados. En el primer apartado se hace una revisión del concepto de VM y su relación con las dimensiones social, ambiental, política e institucional. Como se verá más adelante, este ejercicio permite definir los alcances y la manera específica como se entiende el concepto de VM dentro de esta investigación. En el segundo apartado se aborda el estudio de la VM a partir del análisis los ciclos económicos, donde se discute la forma cómo los factores externos influyen en el comportamiento de las principales variables macroeconómicas. En este punto, se hace énfasis en las particularidades que muestran las economías en desarrollo y, dentro de estas, se hace mención al caso de los países latinoamericanos. En el tercer apartado se amplía la visión de la VM a partir del enfoque neoestructuralista.

1.1. DEFINICIÓN DE VULNERABILIDAD

El objetivo de este primer apartado es hacer un repaso de la literatura acerca del significado y los alcances que tiene la variable vulnerabilidad⁷. La necesidad de desarrollar esta tarea se explica por dos razones: en primer lugar, porque es un concepto muy amplio que se usa desde distintas disciplinas, enfoques, organizaciones y contextos, y sobre el cual no hay pleno acuerdo en sus implicaciones (Chambers, 1989; Busso, 2001; Villagrán, 2006). En segundo lugar, porque hay necesidad de acotar dicho concepto dadas las especificidades desde las cuales se aborda dentro de esta investigación.

Para Chambers (1989), las dificultades para conceptualizar la vulnerabilidad se derivan de las diferencias en los contextos y la forma en que un evento adverso puede afectar a los individuos, comunidades o países, así como la capacidad de los mismos para absorber y recuperarse de las secuelas generadas por un *shock* exógeno.

⁷ En términos metodológicos, esta es la principal variable explicativa dentro de esta investigación.

Aunque este tema es muy amplio, dentro de este apartado se busca sintetizar las diferentes posturas y tópicos desde los cuales se puede abordar el estudio de la vulnerabilidad. Bajo estas consideraciones, inicialmente se describe los rasgos genéricos que caracterizan dicho fenómeno, para luego abordar los aspectos concretos referidos al campo económico, donde también se hacen las precisiones requeridas⁸.

1.1.1. Concepto

En términos generales, la vulnerabilidad se define como la predisposición o susceptibilidad de un sujeto o colectivo para verse afectados por un evento externo en un instante del tiempo, y la incapacidad de los mismos para asumir los daños una vez haya tenido lugar dicho acontecimiento (Villagrán, 2006; Angeon y Bates, 2015; Guillaumont, 2016). Para Chambers (1989), la vulnerabilidad abarca dos grandes dimensiones: la exposición a ciertas contingencias y la dificultad para cubrirlas. El autor señala que la vulnerabilidad se puede abordar desde dos perspectivas, que serían: una externa, dada la exposición de los sujetos a presiones y *shocks* exógenos, muchos de los cuales son impredecibles, y una interna, asociada con la indefensión o la incapacidad de dichos sujetos para asumir un desastre sin incurrir en pérdidas. En estos términos, la vulnerabilidad se asocia con el riesgo de que ocurran cierto tipo de sucesos (exposición), la habilidad para soportar los impactos (resistencia) y la forma y medios para reducir y/o afrontar los daños causados (resiliencia) (Guillaumont, 1999).

Para Villagrán (2006), los acontecimientos o *shocks* que afectan a los individuos o colectivos pueden ser naturales (terremotos, erupciones volcánicas o huracanes), tecnológicos, y en diversas esferas inducidos por los seres humanos (guerras, cambio climático, hechos económicos etc.). De igual manera, los efectos que generan los mismos pueden estar relacionados con distintos tópicos. Como resultado, tanto las causas (*shocks*) como las consecuencias (pérdidas) adquieren un carácter multifacético y multidimensional (Chambers, 1989; Moser, 1998; Busso, 2001; Briguglio, 2003; Guillaumont, 2016).

Entendiendo que la vulnerabilidad puede afectar el bienestar de los individuos o colectivos en distintos planos, formas e intensidades (Busso, 2001), el estudio de la misma puede abordarse desde distintos enfoques. Desde esta perspectiva, habría varias dimensiones de vulnerabilidad, tales como: física, ambiental, económica, social, política, técnica, ideológica, ecológica, institucional, educacional, sanitaria, cultural etc. (Busso, 2001; Villagrán, 2006).

De acuerdo a sus características, la vulnerabilidad también puede clasificarse como coyuntural o estructural (Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999, 2010, 2013, 2016; Briguglio, 2004; Briguglio *et al.*, 2006; Briguglio *et al.*, 2009). En la vulnerabilidad coyuntural, los *shocks* son temporales (corto plazo) y podrían solucionarse (o exacerbarse) con medidas de intervención, que generalmente son aplicadas por los gobiernos. Entretanto, cuando la vulnerabilidad es estructural (largo plazo), las condiciones que generan la exposición tienden a ser permanentes o duraderas, y, por tanto, no dependen de la voluntad de los gobiernos (Guillaumont, 2010, 2013, 2016). De este modo, ante la ocurrencia de un *shock* externo, toma importancia la resiliencia, en la medida que contribuye a reducir o a aumentar el grado de vulnerabilidad al que ve sometido un individuo o colectivo.

Así pues, la vulnerabilidad no solamente tiene que ver con el tamaño y el carácter de los *shocks* sino también con la habilidad para disponer y gestionar los medios que tiene un sistema o personas (tanto desde el punto de vista individual como colectivo) para afrontar el impacto

⁸ En todo caso, dada la extensión de la literatura en este campo, no se pretende realizar una revisión exhaustiva del mismo (para una discusión más amplia de ese tema, véase, por ejemplo, Chambers, 1989; Villagrán, 2006).

de un desastre (evento adverso). Por consiguiente, la resiliencia se entiende como la capacidad que tienen los sujetos para absorber un *shock* exógeno y cubrirlo exitosamente, es decir, alcanzar en el menor tiempo posible el estado en que se encontraba antes de ocurrir el siniestro (Briguglio, 2003; Villagrán, 2006; Angeon y Bates, 2015; Guillaumont, 2016). En este sentido, la resiliencia se asocia con la capacidad de adaptación, convirtiéndose en un mecanismo que permite reducir la vulnerabilidad (Guillaumont, 2016). Por esta razón, la resiliencia y la vulnerabilidad terminan siendo dos conceptos recíprocos (Villagrán, 2006).

Con relación a la resiliencia, Briguglio (2003, 2014) señala que esta puede ser inherente o alimentada. En el primer caso, serían las condiciones existentes o adquiridas las que permiten que un sujeto o colectivo se recuperen de un daño, y en el segundo, es el Estado el que entra a intervenir a través de sus instrumentos para reducir, mitigar y/o afrontar el impacto de un determinado *shock*. No obstante, así como las medidas de política aplicadas por los gobiernos pueden reducir la vulnerabilidad, generando resiliencia, también pueden contribuir a exacerbarla (Briguglio *et al.*, 2006).

1.1.2. Tipos de vulnerabilidades

Una vez revisados los conceptos de vulnerabilidad y resiliencia, en adelante, se describen algunos de los ámbitos desde donde se puede enfocar el análisis de los mismos. Con este objetivo, se toma la clasificación propuesta por Guillaumont (2016). Este autor hace referencia a tres grandes áreas de macrovulnerabilidad: ambiental, social y económica. Como se entenderá, debido a la utilidad que prestan para esta investigación, las dos primeras se exponen desde una perspectiva muy general, ya que la mayor parte de este subapartado se dedicará al estudio de la vulnerabilidad económica.

A. Vulnerabilidad social

Desde la perspectiva social, cualquier individuo o colectivo puede verse expuesto a una serie de fenómenos, internos y/o externos, que pueden afectar su nivel de bienestar (Busso, 2001; Briguglio, 2003). La vulnerabilidad social viene explicada, en primer lugar, por la situación de indefensión o inseguridad a la cual se enfrentan las comunidades, familias o individuos como consecuencia de un impacto traumático que se origina en cualquiera de las esferas: económica, política, ambiental etc., y, en segundo lugar, por la manera cómo estos sujetos gestionan los recursos y toman las medidas para hacer frente al impacto recibido (Moser, 1998; Busso, 2001; Pizarro, 2001; Villagrán, 2006). Para Busso (2001), la vulnerabilidad social también puede surgir como resultado del desamparo del Estado.

Para Pizarro (2001), la vulnerabilidad social, en el caso de América Latina, se explica por dos factores: en primer lugar, por los impactos provocados por el patrón de desarrollo y, en segundo lugar, por las dificultades de muchos individuos o colectivos para hacer frente y aprovechar los beneficios u oportunidades que ofrece dicho modelo. En consecuencia, la vulnerabilidad social es el resultado de la conjunción de una serie de factores provenientes de diferentes tópicos, cuyas consecuencias se pueden observar en variables como el desempleo, la pobreza, el hambre etc.

Precisamente, dada la situación socioeconómica en América Latina y varios países en desarrollo, sobre todo a finales de la década de los noventa e inicios de la primera década del siglo XXI, la reducción de la pobreza se convirtió en un tema central en la agenda del desarrollo (Moser, 1998). En este contexto, la vulnerabilidad terminó asociándose con la pobreza (Guillaumont, 2010); aunque, desde luego, no significan lo mismo (Chambers, 1989; Moser, 1998; Villagrán, 2006). Para Moser (1998) y Pizarro (2001), mientras la pobreza es un

concepto estático, que tendría que ver con la insuficiencia en variables como el ingreso o el consumo, la vulnerabilidad es algo dinámico y mucho más amplio. En el caso de las familias y los individuos, la capacidad de recuperación ante los efectos negativos del cambio en el contexto se explica por la disposición de sus activos y la gestión de los mismos (Moser, 1998; Busso, 2001), y no solamente por las variaciones en los flujos de ingresos. De acuerdo a este enfoque, los activos que tienen a disposición las personas serían los siguientes: fuerza de trabajo, nivel de formación y estado de salud (capital humano), activos físicos y financieros, las relaciones familiares y la reciprocidad social (capital social). Para Moser (1998), cuando las familias cuentan una mayor cantidad de activos, y son capaces de gestionarlos eficientemente, el grado de vulnerabilidad es menor.

B. Vulnerabilidad ambiental

La vulnerabilidad ambiental se define como la exposición y sensibilidad de un sistema o comunidad frente a los efectos adversos de distintos tipos de fenómenos naturales, y la capacidad para recuperarse una vez se desencadenan (Pelling y Uitto, 2001; Smit y Wandel, 2006). Uno de los aspectos que más se resalta dentro de estos estudios son los daños generados por el calentamiento global y la propensión a las temperaturas extremas. Dentro de las causas subyacentes de la vulnerabilidad ambiental estarían: “el rápido crecimiento demográfico, las migraciones, la pobreza, la concentración de la población en áreas vulnerables, la baja calidad de la infraestructura, vivienda y servicios, el daño ambiental causado por la sobreexplotación de los recursos naturales y el bajo nivel de preparación para situaciones de emergencia” (CEPAL, 2000, p. 6).

Desde el punto de vista geográfico, la vulnerabilidad se origina porque hay ciertos lugares o países, particularmente los más remotos, donde hay una mayor exposición a la ocurrencia de desastres naturales, cuyos efectos se pueden observar en el deterioro del suelo, el agotamiento de los recursos etc. (Briguglio, 2003). Para el autor, dicho fenómeno se presenta con mayor intensidad en los países en desarrollo debido a sus limitaciones en distintos tópicos, incluido el económico, y la exposición a un sinnúmero de sucesos como los ciclones, inundaciones, terremotos, erupciones volcánicas, donde su capacidad de respuesta termina siendo muy limitada. Bajo estas consideraciones, Briguglio (2003) recalca que este tipo de siniestros pueden ocurrir en cualquier país, sin embargo, hay algunos territorios que son más propensos a sufrirlos.

Desde la óptica de esta investigación, la vulnerabilidad ambiental es importante en la medida en que los desastres generados por los fenómenos naturales tienen un alto impacto económico y social; afectando en mayor medida a los países en desarrollo, y en lo individual, a las personas más pobres (CEPAL, 2000).

C. Vulnerabilidad económica

Los dos tipos de macrovulnerabilidades mencionadas hasta el momento están relacionados con varios aspectos de tipo económico. Sin embargo, a pesar de su importancia, fundamentalmente por los daños que pueden causar en el bienestar de las personas, en adelante solamente se hará referencia a la vulnerabilidad económica. En este sentido, se empieza con la definición del término y luego se hace una descripción de los diferentes enfoques bajo los cuales se ha venido trabajando este tema. Una vez se desarrollan estos dos aspectos, se pasa a hacer una revisión de las causas o fuentes de la vulnerabilidad económica, para posteriormente ahondar en las consecuencias que esta ocasiona.

La vulnerabilidad económica se define como el grado de exposición o riesgo al que se encuentran sometidos un individuo, su familia, o el país en su conjunto, ante la probabilidad de ocurrencia de *shocks* exógenos (Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999, 2013, 2016; Cordina, 2004; Briguglio *et al.*, 2008, 2009). Para Guillaumont (1999, 2013, 2016), la vulnerabilidad económica depende fundamentalmente de tres tipos de componentes: el tamaño y la probabilidad de los *shocks*, la exposición a los *shocks*, y la capacidad para resistir y recuperarse de los daños ocasionados como fruto de los eventos adversos. Desde este planteamiento, la vulnerabilidad económica se explica por las características inherentes o estructurales de un país, donde los gobiernos no pueden ejercer ningún tipo de influencia dado que las perturbaciones son externas.

En los términos definidos al inicio de este apartado, la política económica sería la vía a través de la cual se genera la resiliencia (coyuntural), la cual termina incidiendo positiva o negativamente en el grado de vulnerabilidad económica de un país. Así, la resiliencia económica es la capacidad de un país para absorber el efecto de los choques externos y contrarrestarlos o aprovecharlos dependiendo de la naturaleza (negativa o positiva) de los mismos (Briguglio, 2014). Para el autor, la conjunción entre la vulnerabilidad y la resiliencia indicaría el riesgo conjunto de que una economía se vea perjudicada por los *shocks* externos.

Desde el punto de vista económico, el estudio de los efectos de un *shock* externo puede enfocarse ya sea desde una óptica individual (personas o familias) o desde un análisis de conjunto (país). De esta manera, el tema de la vulnerabilidad económica se puede abordar desde la perspectiva microeconómica o desde la esfera macroeconómica (Guillaumont, 1999; Seth y Ragab, 2012). Naturalmente, los dos enfoques están relacionados. Desde lo individual, lo que se busca es explicar la manera cómo un acontecimiento externo impacta a las personas, especialmente las más pobres, mientras en lo macroeconómico el análisis se aborda a través de los efectos que un *shock* exógeno genera en el conjunto de la economía, y particularmente en el crecimiento económico (Guillaumont, 1999; Seth y Ragab, 2012).

En lo microeconómico, la vulnerabilidad se define como el riesgo o exposición al cual se enfrenta un individuo o su familia como fruto de un evento externo, el cual puede generar un resultado indeseable en su bienestar (Alwang *et al.*, 2001; Calvo y Dercon, 2005; Dercon, 2006). El grado de vulnerabilidad depende de las características del riesgo, el tamaño del *shock* y la habilidad de los sujetos para responder ante estas situaciones (Alwang *et al.*, 2001).

La vulnerabilidad microeconómica también se puede entender como una medida de la amenaza o probabilidad de que un individuo o su familia caigan en la pobreza (Alwang *et al.*, 2001; Calvo y Dercon, 2005; Dercon, 2006; Naudé *et al.*, 2009; Seth y Ragab, 2012). En estos términos, Seth y Ragab (2012) advierten que un *shock* externo puede generar una reducción del ingreso, que puede dar lugar a una disminución en su consumo y riqueza, haciendo más probable que dicha familia se ubique por debajo de la línea de pobreza. En este caso, la incertidumbre juega un papel fundamental, dado que las familias pobres tienen pocos activos y un acceso limitado a los mercados de capital, generando una baja capacidad para afrontar los *shocks* y recuperarse de las pérdidas ocasionadas en su bienestar (Alwang *et al.*, 2001; Hallegatte y Przyluski, 2011; Seth y Ragab, 2012). Además, en el caso de los países en desarrollo, los gobiernos tienen grandes limitaciones fiscales para afrontar estos problemas, y, por tanto, la capacidad de ofrecer una salida a las familias es muy reducida (Seth y Ragab, 2012).

Por otra parte, Seth y Ragab (2012) advierten de que la renta de las familias pobres en los países en desarrollo responde de manera asimétrica ante un *shock*, es decir, la caída que se

presenta en esta variable durante las fases de crisis tiende a ser superior al nivel de crecimiento de la misma durante las fases de auge. En consecuencia, cuando se presenta un *shock*, entre mayor sea la proporción de familias pobres en un país, menor será la tasa de crecimiento económico y la productividad.

Por las razones expuestas, Naudé *et al.* (2009) manifiestan que hay una relación de doble vía entre la vulnerabilidad y la pobreza. Para los autores, mientras la pobreza puede ser un resultado de la vulnerabilidad de ciertas familias ante la ocurrencia de un evento adverso, el hecho de que los individuos sean incapaces de responder a estos fenómenos también es una fuente de vulnerabilidad agregada. Además, la vulnerabilidad microeconómica puede generar efectos a nivel macro, y a su vez, la vulnerabilidad global termina afectando a los individuos, particularmente por la vía de la pobreza. De esta manera, aunque los conceptos de pobreza y vulnerabilidad son diferentes, al final, están muy relacionados (Alwang *et al.*, 2001; Seth y Ragab, 2012).

Desde la perspectiva macroeconómica, la vulnerabilidad se define como el grado de exposición de un país ante la probabilidad de que ocurra un *shock* externo, y la capacidad para resistir y afrontar los efectos, positivos o negativos, que genera el mismo (Guillaumont, 1999). A partir de esta definición, algunas de las interrogantes que se podrían plantear serían las siguientes: ¿cuáles son los eventos adversos (causas)?, ¿cómo se transmiten los impactos de dichos *shocks* a la economía interna (mecanismos de transmisión)? y ¿dónde se pueden vislumbrar los daños ocasionados (variables de impacto)?

Las inquietudes relacionadas no son fáciles de resolver y han dado lugar a distintas aportaciones dependiendo de la perspectiva desde donde se emprenda el análisis. Seth y Ragab (2012) señalan que existen varios enfoques para abordar el estudio y la cuantificación de la vulnerabilidad macroeconómica (VM). A su juicio, habría dos macroperspectivas de análisis: en una primera línea estarían los estudios donde la vulnerabilidad macroeconómica se origina a partir de los rasgos estructurales de los países, que a su vez explicarían el mayor grado de exposición ante los *shocks* externos, ya sean naturales o económicos.

En una segunda línea se encontrarían los estudios que asocian la vulnerabilidad con la persistencia de desequilibrios macroeconómicos, y en particular del sector financiero, que hacen que una economía sea proclive a desarrollar algún tipo de crisis, bien sea de deuda, cambiaria o bancaria. En la misma orientación, hay otros trabajos donde la vulnerabilidad macroeconómica se deriva no solamente de las características de funcionamiento del sistema financiero a nivel doméstico sino también de los desajustes que generan las variaciones de los flujos internacionales de capital en varios indicadores macroeconómicos domésticos, que pueden llevar a una crisis financiera pero también podrían ocasionar una serie de efectos en la economía real. Frente a aquellas investigaciones donde se relaciona la vulnerabilidad macroeconómica con los desequilibrios en los agregados reales, el problema estaría en que las mismas no ofrecen un marco conceptual lo suficientemente claro que permita entender dicho fenómeno (véase Seth y Ragab, 2012).

Con el objetivo de ahondar en la discusión sobre los diferentes enfoques bajo los cuales se puede abordar el estudio de la VM, se presenta una breve caracterización de los mismos, destacando aquellos elementos que resultan útiles dentro de esta investigación. También se busca encontrar algunos los puntos de coincidencia, o divergencia, que permitan enriquecer la comprensión de la VM. Asimismo, se hace claridad sobre los aspectos que definitivamente no se van a abordar en el estudio y las razones por las cuales se toma tal decisión.

1.1.3. Enfoques de la vulnerabilidad macroeconómica

A diferencia de la clasificación que plantean Seth y Ragab (2012) frente a los enfoques de la VM, dentro de esta investigación, los mismos se agrupan en tres grandes posturas: la estructural, la que asocia la VM con la ocurrencia de episodios de crisis, y aquella que plantea que la VM está relacionada con la inestabilidad real.

A. Vulnerabilidad macroeconómica estructural

Uno de los principales aportes dentro de los planteamientos agrupados dentro de estos enfoques está en el desarrollo no solamente de elementos conceptuales sino también de indicadores en el plano empírico, donde se han propuesto varias metodologías para la cuantificación de la vulnerabilidad económica (véase Briguglio, 1995, 2014; Guillaumont, 1999). Empero, cabe advertir que no hay pleno acuerdo en ninguno de los dos planos. Como se mencionó en el anterior subapartado, desde estos enfoques, la vulnerabilidad económica está asociada al alto grado de exposición al cual están sometidos algunos países ante la probabilidad de ocurrencia de cierto tipo de fenómenos adversos, que a su vez se explica por las características estructurales que estos presentan (Briguglio, 1995, 2014; Hallegatte y Przyluski, 2011). Para los autores, la vulnerabilidad es algo indeseable ya que incrementa la probabilidad de que un país se vea afectado por choques externos.

Los estudios de vulnerabilidad se han concentrado en cierto tipo de contextos. De manera general, las investigaciones abordadas desde la óptica estructural de la vulnerabilidad se han realizado, fundamentalmente, para los pequeños estados insulares en desarrollo (SIDS, por sus siglas en inglés), los países menos adelantados (LDCs, por sus siglas en inglés) y los países de renta baja (LICs, por sus siglas en inglés). No obstante, el análisis también ha cubierto a otros países en desarrollo, algunos emergentes y, en muy pocos casos, a los desarrollados. Por esta razón, las referencias son válidas para el caso colombiano en la medida que varios de los rasgos que generan la vulnerabilidad, como se verá más adelante, también están presentes.

Aunque los estudios acerca de la vulnerabilidad se han concentrado en cierto tipo de países, vale que aclarar que la existencia de dicho fenómeno no necesariamente implica un menor grado de desarrollo económico (Briguglio y Galea, 2003; Briguglio *et al.*, 2006; Briguglio, 2014). Como ejemplo, los autores se refieren al caso de Singapur, que a pesar de tener una elevada exposición ante la ocurrencia de *shocks* exógenos ha conseguido altos niveles de renta per cápita. Por esta razón, los resultados alcanzados por un país no solo dependen del grado de vulnerabilidad sino también de su capacidad de resiliencia (Briguglio, 2014).

En el plano conceptual, desde los enfoques estructurales, no solamente son importantes los *shocks* de carácter económico (comercial y financiero⁹) sino también los de tipo natural; recalcando el carácter multidimensional y multifacético de la vulnerabilidad (Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999, 2013; Briguglio, 2003). Empero, Guillaumont (2010) aclara que existe una diferencia entre los choques naturales y los económicos: mientras los primeros pueden ser de una sola vez, en el caso de los *shocks* económicos pueden repetirse.

Para un país, los desastres naturales son importantes en la medida que le generan pérdidas significativas (económicas, sociales y ambientales), afectando su desempeño económico y, desde luego, el bienestar de los individuos (Briguglio *et al.*, 2008, 2009; Baritto, 2009;

⁹ El efecto de los riesgos financieros se incorpora en Briguglio (2014).

Guillaumont, 2013). Por este motivo, Guillaumont (2011) justifica la necesidad de analizar la vulnerabilidad porque es la principal fuente que obstaculiza el desarrollo en los países menos adelantados.

Desde la óptica temporal, la vulnerabilidad económica se puede evaluar tanto para el corto plazo (coyuntural) como para el largo plazo (estructural) (Guillaumont, 1999, 2010, 2011, 2013, 2016). Desde una perspectiva coyuntural, los estudios de vulnerabilidad económica se han direccionado hacia la identificación de riesgos de crisis, ya sea de tipo real (crecimiento económico), financieras, bancarias o de balanza de pagos (Guillaumont, 2010, 2016). Para el autor, dicha vulnerabilidad tiene un carácter transitorio y cambiante, ya que refleja solamente las condiciones actuales de la economía, más no los elementos estructurales de la misma. En contraste, la vulnerabilidad económica estructural sería independiente de la aplicación de las medidas de intervención (voluntad política) por parte de los gobiernos (Guillaumont, 1999, 2009, 2010, 2013, 2016; Briguglio y Galea, 2003; Briguglio, 2004, 2014; Briguglio *et al.*, 2006, 2008, 2009). Por consiguiente, los planteamientos expuestos desde estos enfoques hacen referencia a una vulnerabilidad que depende de unos factores que son permanentes, en los cuales los gobiernos no tienen ningún tipo de injerencia. Desde luego, la intervención de los gobiernos es importante, ya que puede contribuir a aminorar los efectos causados por los *shocks* externos.

Para desglosar el análisis de la vulnerabilidad desde el enfoque estructural se distinguen los tres factores señalados por Guillaumont (1999, 2010, 2013, 2016), que son: exposición, choques y resiliencia. El primer factor tendría que ver con las fuentes o causas de vulnerabilidad, el segundo con el impacto que genera sobre las variables económicas, y el tercero muestra la capacidad de absorción o recuperación que tiene una economía ante los daños causados por un *shock* externo.

- Las fuentes de la VM

A partir de los argumentos presentados hasta el momento, el grado de la vulnerabilidad macroeconómica de un país se explica por sus características inherentes o estructurales (Briguglio, 1995, 2004, 2014; Briguglio y Galea, 2003; Cordina, 2004; Briguglio *et al.*, 2006, 2008, 2009; Guillaumont, 2009). Estos autores señalan que los países como los SIDS, LDCs y LICs están sometidos a varios factores de exposición que los hacen más vulnerables que otros. Dentro de las desventajas a las que se enfrentan dichos países se relacionan, fundamentalmente, las siguientes: tamaño de la población y del mercado, insularidad y lejanía (con respecto a los principales mercados o los de mayor tamaño), falta de dotación de recursos naturales, altos costos de transporte, mayor propensión a sufrir desastres naturales, dependencia de fuentes de financiamiento externo, alto grado de apertura económica, baja capacidad de absorción de la tecnología, alto contenido de importaciones estratégicas, ausencia de mercados competitivos, tamaño relativamente grande de la actividad del sector público, baja capacidad de diversificación en las exportaciones y el comportamiento adverso de algunas variables demográficas, entre otras¹⁰.

Guillaumont (1999, 2009), quien comparte varias de los factores señalados anteriormente, clasifica los choques (fuentes de vulnerabilidad) a los que se enfrenta una economía de la siguiente manera: ambientales (cualquier tipo de desastre natural), otros *shocks* externos (volatilidad en los términos de intercambio, caída de la demanda externa, fluctuaciones en las

¹⁰ Guillaumont (1999), a pesar de que reconoce que la mayoría de las variables relacionadas efectivamente explican la vulnerabilidad de muchos países, anota que algunos de los factores no serían un elemento de vulnerabilidad, ya que no son acontecimientos imprevistos.

tasas de interés internacionales, inestabilidad de los ingresos por exportaciones¹¹) y otros (no ambientales, relacionados con factores internos, derivados por cambios políticos no previstos).

Se podrían relacionar otras variables que contribuyen a entender la exposición de un país ante un fenómeno externo, pero, como se pudo ver, las fuentes de vulnerabilidad son diversas, lo cual dificulta su identificación, conceptualización y medición. Como se verá más adelante, este hecho también hace más complejo el análisis de las consecuencias.

- Efectos o consecuencias de la VM

Hasta el momento, el análisis de la VM se ha planteado desde las causas que la generan, que, como se mencionó, están ligadas a las características estructurales de determinados países. Dentro de estos enfoques, hay autores cuyo análisis se queda en este punto, entendiendo la VM simplemente como el riesgo de sufrir los efectos de un evento adverso (véase Briguglio, 1995). Sin embargo, el tratamiento de la VM también se puede abordar desde las consecuencias o resultados que dicho fenómeno ocasiona, es decir, teniendo en cuenta el impacto ocasionado sobre determinadas variables (Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999; Cordina, 2004). Este ejercicio también es complejo en la medida en que existen diversas variables afectadas, entendiendo que un *shock* externo se puede transmitir por diferentes canales, que a su vez dependen de las características del *shock*, el país, el momento del ciclo económico etc. (Hallegatte y Przyluski, 2011).

Desde el punto de vista económico, la principal variable que refleja el impacto de los choques y desequilibrios tanto internos como externos es el PIB (Guillaumont, 1999, 2009, 2011, 2016¹²; Cordina, 2004; Hallegatte y Przyluski, 2011; Dabla-Norris y Gündüz, 2014). Los aportes más importantes en este sentido se basan en las conclusiones obtenidas por Ramey y Ramey (1995), quienes, tomando una muestra amplia de países, encuentran una relación inversa entre la volatilidad de la producción y el crecimiento económico. Loayza y Raddatz (2007) y Hallegatte y Przyluski (2011) comparten dicha conclusión, señalando además que la volatilidad en la producción es una fuente de incertidumbre en los ciclos económicos, con un impacto mucho mayor en los países en desarrollo, y particularmente en los de renta baja (LICs). Para Guillaumont (2006), la mayor volatilidad de la producción, generada por la exposición de la economía a los *shocks* externos, estaría asociada con una tasa media de crecimiento económico menor. Incluso, Dabla-Norris y Gündüz (2014) advierten de que los choques externos pueden ralentizar y, por tanto, modificar la tendencia de crecimiento económico de un país; generando efectos más allá del ciclo económico. Bajo las referencias anotadas, Atkins *et al.* (1998) señalan que una manifestación importante de la VM es la mayor volatilidad de la producción de los países pequeños (particularmente los SIDS) con respecto a los más grandes.

Guillaumont (1999) anota que los cambios recurrentes en el contexto externo tienen efectos negativos en el crecimiento económico a través de la volatilidad de la tasa de inversión y del tipo de cambio real (inestabilidades intermedias), que a su vez se generan por tres inestabilidades primarias: los términos de intercambio, el valor real de las exportaciones y el valor agregado de los productos agrícolas. La inestabilidad de la inversión está asociada a un

¹¹ Este autor solamente contempla los *shocks* comerciales y no los de tipo financiero ya que considera que los movimientos en los flujos de capital son más coyunturales y por tanto inducidos por la política económica de los países.

¹² Para Guillaumont (1999, 2009), asociar la vulnerabilidad económica con los efectos negativos que genera en el crecimiento de la producción implicaría una definición dinámica del concepto.

bajo promedio de productividad del capital, derivada de una disminución en la productividad marginal de la inversión (Guillaumont, 2006). Para el autor, la inestabilidad externa también puede generar un efecto muy fuerte en las finanzas públicas, y, en el nivel microeconómico, los daños se pueden trasladar directamente a los productores.

En términos metodológicos, Guillaumont (2010, 2016) advierte que la volatilidad de la tasa de crecimiento económico no es una medida adecuada de vulnerabilidad. Argumenta que la inestabilidad de la producción puede deberse no solamente a factores estructurales sino también a cambios en la política (coyunturales). A su juicio, es necesario tomar cierta cantidad de años para recoger el efecto de los factores permanentes, aunque se corre el riesgo de que la volatilidad de la producción refleje únicamente un cambio de la tendencia. Por otra parte, este autor insiste en que la vulnerabilidad es un fenómeno de conjunto, es decir, que no se puede evaluar analizando los choques por separado, y tomando como única variable de referencia al PIB. Para el autor, las variables subyacentes tendrían comportamientos cíclicos irregulares y, además, pueden generar resultados asimétricos.

A diferencia de autores como Briguglio o Guillaumont, Cordina (2004) aborda el análisis de la VM en el marco de un modelo de crecimiento neoclásico. Resalta que una economía más vulnerable, caracterizada por una volatilidad relativamente elevada del *stock* de capital y de la tecnología de producción, inicialmente, muestra una tendencia a incrementar relativamente el nivel de capital per cápita, y por tanto la producción; pero señala que el nivel de consumo per cápita sería más bajo en el estado estacionario. Dado que estos países deben dedicar una mayor cantidad de recursos para enfrentar los eventos adversos derivados de su mayor grado de vulnerabilidad, la productividad marginal del capital, y en general, la productividad total de los factores, terminan siendo menores. Debido a los efectos señalados, la volatilidad del *stock* de capital reduciría la tasa de acumulación, afectando tanto la producción como el consumo. Bajo estas premisas, el mayor grado de vulnerabilidad económica que caracteriza a los países en desarrollo terminaría afectando su crecimiento económico, pero también la convergencia respecto a los países desarrollados (Cordina, 2004).

Aunque hasta el momento se ha destacado el vínculo entre la VM y el crecimiento del PIB por la vía de los factores estructurales, Atkins *et al.* (1998) señalan que dichos efectos también podrían abordarse desde el papel desempeñado por la gestión macroeconómica (factores internos). Este planteamiento se basa en las consecuencias que pueden ocasionar variables como la inflación y el déficit fiscal, cuyo impacto se va a reflejar en la inestabilidad macroeconómica, y, por esta vía, en la volatilidad de la producción (véase Ramey y Ramey, 1995). Empero, cabe recordar que, dentro de estos enfoques, los efectos de la política económica se consideran transitorios, entretanto, la vulnerabilidad económica es de carácter estructural. Por esta razón, los factores internos actuarían como una medida de resiliencia, que bien podrían reducir el grado de vulnerabilidad o convertirse en un factor adicional de exposición (Briguglio *et al.*, 2006).

La resiliencia macroeconómica comprende los factores económicos, ambientales y sociales que permiten que la economía de un país se recupere más rápido de un evento externo adverso y, por tanto, sea más adaptable y menos expuesta a este tipo de *shocks* (Briguglio, 2003, 2004, 2014; Briguglio y Galea, 2003; Briguglio *et al.*, 2006, 2008, 2009; Guillaumont, 2009, 2016; Baritto, 2003). Los autores apuntan que hay algunos componentes de la resiliencia que son inherentes (estructurales) y otros que son derivados de la intervención del gobierno a través de la política económica. Para Guillaumont (2016, p. 24-25):

“La economía más resiliente será aquella que esté menos expuesta debido a la implementación de la política. Las políticas que entrarían en esta categoría son aquellas que (i) desalientan la acumulación de grandes desequilibrios financieros externos (a menos que se utilicen para inversiones productivas que puedan financiar el reembolso de la deuda a través del tiempo), (ii) promueven la estabilidad del mercado financiero y la prudencia de sus entidades (iii) fomentan un gasto fiscal responsable y una adecuada recaudación de ingresos, (iv) facilitan una red de seguridad social que ayude a aquellos que son golpeados negativamente por el evento exógeno (v) permiten un mercado de trabajo flexible pero justo que posibilite la movilidad en puestos de trabajo al mismo tiempo que se minimice la explotación, y (vi) permiten controles y equilibrios apropiados con respecto a los sistemas políticos y judiciales de tal manera que se garantice la rendición de cuentas de los tomadores de decisiones”.

Briguglio *et al.* (2006, 2008, 2009) y Briguglio (2014) señalan que el término resiliencia en la literatura económica se ha utilizado en tres sentidos: (a) recuperarse rápidamente de un choque; (b) soportar el efecto de un choque; y, (c) evitar el choque por completo. A partir de este planteamiento, la resiliencia de un país vendría explicada por los siguientes aspectos: estabilidad macroeconómica, eficiencia del mercado, buena gobernanza y desarrollo social (Briguglio *et al.*, 2006, 2008, 2009). Además de los componentes señalados hasta el momento, habría otros factores que explican la resiliencia, tales como: el capital humano, la renta per cápita (Guillaumont, 2016), la política, las instituciones (Guillaumont, 2006), la flexibilidad en el mercado de trabajo, la apertura comercial (Loayza y Raddatz, 2007) y el ahorro neto de una economía (Baritto, 2009). En esta medida, un país, dependiendo de su capacidad de resiliencia, a pesar de ser vulnerable, puede alcanzar un buen desempeño económico (Briguglio, 2014). Por el contrario, ante la existencia de vulnerabilidades subyacentes, y una baja resiliencia, el riesgo de que un país se vea afectado por un *shock* externo negativo sería mayor (Hallegatte & Przyluski, 2011).

B. Vulnerabilidad macroeconómica y crisis

Una vez abordada la primera macroperspectiva señalada por Seth y Ragab (2012), donde la vulnerabilidad macroeconómica se explica por las condiciones estructurales de los países, se pasa al análisis de la vulnerabilidad desde los enfoques donde lo que se busca es identificar aquellas variables que hacen que una economía esté más expuesta a una crisis, ya sea real o financiera.

Dentro de estos enfoques, el tema de la VM se empezó a tratar con mayor fuerza en el marco de los episodios de crisis a los cuales se enfrentaron varios países emergentes y en desarrollo durante la década de los noventa¹³. En los países en desarrollo, los estudios se concentraron en aquellas economías que han recibido montos significativos de capital privado, que les ha significado una mayor sensibilidad ante los cambios que se pueden generar en los mercados de capital (FMI, 1998). Como rasgo general, lo que buscaron dichos estudios fue identificar indicadores e instrumentos que permitieran anticipar la ocurrencia de algún tipo de crisis financiera, ya sea cambiaria, bancaria o de deuda.

Desde esta perspectiva, el origen de una crisis financiera está asociado con la acumulación de una serie de desequilibrios, ya sea en los precios de los activos, el tipo de cambio, el déficit en la cuenta corriente, en el déficit fiscal, o en mismo sistema bancario, que en un momento se vuelven insostenibles y dan lugar a fuertes cambios en las variables macroeconómicas (FMI, 1998; Ghosh y Ghosh, 2003). El FMI (1998) anota que las

¹³ Durante este periodo, varios países se enfrentaron a situaciones de crisis. Tal es el caso de México (1994), varios países asiáticos (1995 – 1997), Rusia (1998), Brasil (1998), entre otros.

perturbaciones financieras pueden originarse por diversas causas, pero las más importantes serían: políticas macroeconómicas insostenibles, debilidades en el sistema financiero doméstico, cambios en las condiciones financieras mundiales (composición de los flujos y vencimientos), variaciones repentinas en los términos de intercambio y en las tasas de interés mundiales, e inestabilidad política. En cuanto a las consecuencias, las crisis pueden implicar una caída en los precios de los activos, la interrupción de los flujos de crédito internos y/o externos y, en la mayoría de los casos, una fuerte depreciación de la moneda o el abandono del sistema de fijación del tipo de cambio (en el caso de las paridades fijas o los sistemas intermedios).

A diferencia de los enfoques estructurales, desde esta perspectiva, la VM se explica por la confluencia de factores internos, puesto que los eventos externos cumplirían el papel de multiplicadores o amplificadores de los choques (FMI, 1998; Calvo, 2002; Rocha y Moreira, 2010; Hallegatte y Przyluski, 2011; Dabla-Norris y Gündüz, 2014).

Desde el punto de vista empírico, Kaminsky *et al.* (1998) asocian el incremento de la VM con la emergencia de las denominadas crisis de balanza de pagos de segunda generación, donde los países se pueden enfrentar a una serie de riesgos de profecías autocumplidas de los inversores y los efectos de contagio propios del funcionamiento del sistema financiero (véase Obstfeld, 1996). Bajo estas premisas, la probabilidad de ocurrencia de una crisis, en muchos casos, queda desligada del comportamiento los fundamentos macroeconómicos de un país (Obstfeld, 1996; Ffrench-Davis, 2005; Ocampo, 2012). Además, dichos episodios podrían surgir tanto por desequilibrios internos como por fenómenos externos, que a través del contagio y el comportamiento gregario de los inversionistas podrían llegar a afectar la economía de un determinado país.

Dentro de las variables utilizadas para identificar la probabilidad de ocurrencia de una crisis se relacionan las siguientes¹⁴: exportaciones, desviaciones de la tasa de cambio real desde su tendencia, ratio entre el dinero y las reservas internacionales brutas, producción y precio de las acciones etc.¹⁵

Dado que el objetivo de los modelos descritos es anticiparse a la ocurrencia de algún tipo de crisis, el papel que juegan los elementos estructurales como factores explicativos del desencadenamiento de dicho fenómeno es limitado (Ghosh y Ghosh, 2003), por lo cual, se justifica el uso de variables coyunturales que permitan una acción más rápida por parte de las autoridades. No obstante, advierten que las debilidades estructurales hacen que un país sea más vulnerable ante la ocurrencia de una crisis financiera.

C. Vulnerabilidad macroeconómica e inestabilidad real

A diferencia de los enfoques caracterizados en el literal B, donde el objetivo era identificar la existencia de determinados riesgos de crisis, desde esta perspectiva lo que se busca es analizar el impacto que generan los *shocks* externos en las condiciones macroeconómicas de un país, y especialmente en la economía real. Por tanto, aunque el análisis de la emergencia de crisis financieras y/o reales no deja de ser importante, lo más significativo es la afectación que generan los cambios en los ciclos comerciales y los financieros en las variables como el

¹⁴ Kaminsky *et al.* (1998) utilizaron 105 indicadores agrupados en varios tópicos: sector externo, sector financiero, sector real, finanzas públicas, variables estructurales e institucionales, variables políticas y efectos de contagio.

¹⁵ A partir de estos planteamientos, para el caso de América Latina, Herrera y García (1999) estructuraron un sistema de alerta temprana cuyo objetivo también es medir la vulnerabilidad macroeconómica en estos países.

crecimiento económico y el empleo (Ocampo, 2012; Ffrench-Davis, 2015); que es donde estarían los desequilibrios fundamentales de la economía, y donde además se puede visualizar las consecuencias de la VM de un país¹⁶.

Para Ocampo (2008a), los países en desarrollo se enfrentan a una serie de restricciones y amenazas originadas en la estructura del sistema económico mundial, que dan lugar a un alto grado de exposición al comportamiento cíclico de los flujos financieros internacionales. Dichos riesgos estarían asociados con la integración segmentada de estos países en los mercados financieros internacionales, los cuales, por su propia naturaleza, muestran una serie de fallos que terminan generando efectos negativos tanto a nivel microeconómico como macroeconómico.

Desde el punto de vista microeconómico, el incremento de la fragilidad financiera de un país estaría explicado por el mayor grado de apertura e integración de los mercados, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros (innovaciones financieras) y la conducta adoptada por los inversionistas (Palma, 1998; Ocampo, 2008b). Sobre el último punto, la alternancia de fases de apetito o euforia (mayor riesgo) con otras donde prima la aversión al riesgo generan una dinámica inestable en los mercados financieros (Ocampo, 2008b, 2011). Las fases de auge tienen lugar en un contexto de exceso de optimismo que lleva a los agentes económicos a tomar riesgos muy elevados. Una vez se pierde la confianza en la economía los inversionistas liquidan las posiciones buscando la protección de sus activos (huida a la calidad). Es en este momento donde se generan los mayores desajustes dentro de estos mercados.

En el marco de los episodios de crisis suscitados en varios países emergentes durante los años noventa, se podrían identificar al menos dos fallos en los mercados financieros: un exceso de liquidez de algunos agentes y el sobreendeudamiento de otros (Palma, 1998). Dichos fallos tienden a reforzarse hasta que en un momento dado se generan determinados desequilibrios que no se pueden sostener, lo que conduce necesariamente a una crisis. Ahora bien, dado el grado de integración de los mercados financieros, un episodio de crisis en un país puede generar consecuencias negativas en otros debido al surgimiento de efectos de contagio (Ocampo, 2008b). Como resultado de dicho fenómeno, el resultado más probable desde el punto de vista macroeconómico es una interrupción repentina, y muchas veces abrupta, de los flujos financieros internacionales.

Por las razones expuestas hasta el momento, la volatilidad de la cuenta de capitales se ha convertido en la principal fuente de inestabilidad macroeconómica real para los países en desarrollo; y particularmente en el caso latinoamericano (Ocampo, 2008b; Ffrench-Davis, 2010; Bielschowsky *et al.*, 2011). Es en este contexto donde surge el concepto de dominancia de la balanza de pagos, que afirma que la dinámica económica de estos países en las últimas décadas ha quedado ligada a los vaivenes de los ciclos externos, y en especial de los flujos de capital (Ocampo, 2005, 2011).

Desde el punto de vista conceptual, el problema fundamental para las economías en desarrollo es que los flujos financieros generan efectos procíclicos sobre sus principales variables macroeconómicas (tipo de cambio, tasas de interés, crédito doméstico y precios de

¹⁶ Además, como lo señalan Hallegatte y Przyluski (2011), los modelos de alerta temprana no fueron particularmente exitosos en sus predicciones. Hay que tener en cuenta que esta aseveración proviene del mismo FMI, quien había impulsado este enfoque desde finales de los noventa.

los activos), ocasionando una serie de desequilibrios que posteriormente tienen que corregir (Ocampo, 2005).

En la economía real, los ciclos externos terminan afectando el comportamiento de la demanda agregada (Ocampo, 2011), las decisiones de inversión, el ahorro y, desde luego, el crecimiento económico. Bajo este enfoque, la inestabilidad de la demanda agregada, de la producción y del empleo está asociada a la dinámica de los *shocks* externos, representados en los movimientos de los flujos internacionales de capital y los altibajos de los términos de intercambio (Ffrench-Davis, 2010, 2015).

En términos de la demanda agregada, los efectos procíclicos generados por los ciclos externos alteran la dinámica del gasto interno. Al final, lo que plantea desde este enfoque es que las variaciones de la demanda doméstica, muy marcadas entre las fases de auge y crisis, tienden a ser mayores que las del PIB. Como consecuencia, las fluctuaciones de la demanda ocasionan un efecto contraproducente en el comportamiento de la producción, haciéndola más volátil (Ffrench-Davis, 2010). Dado el rol que juegan los factores externos, dicha volatilidad es la que genera la vulnerabilidad de este tipo de economías.

Ante los problemas mencionados, los gobiernos de los países en desarrollo, con el objetivo de reducir los riesgos a los que se enfrentan, se ven obligados a tomar decisiones de política económica que son costosas e incoherentes (Ocampo, 2008b). En este sentido, la política económica se vuelve contradictoria, porque en vez de reducir el riesgo de estos países termina alimentando el ciclo económico, exacerbando los auges y profundizando las caídas (Ffrench-Davis, 2005, 2015; Ocampo, 2012).

Uno de los problemas a los cuales se enfrentan estos países está en la necesidad de alcanzar la estabilidad macroeconómica a través de variables como la inflación y el déficit fiscal, lo que conlleva a que descuiden los equilibrios en las variables reales como las tasas de interés y el tipo de cambio, ocasionando una serie de efectos negativos sobre la inversión y el crecimiento económico. A partir de los argumentos señalados, los países en desarrollo terminan reduciendo su capacidad de acción a través de la política económica, debido a que tienen que garantizar unos equilibrios macroeconómicos (nominales) que sean consecuentes con las necesidades de los agentes de mercado.

Así entonces, es claro que el fin último de este enfoque no es identificar la probabilidad de ocurrencia de una crisis. Como se ha señalado, el propósito fundamental es entender la forma cómo una economía está expuesta a una serie de fenómenos (externos) que terminan afectando su desempeño económico, aunque no necesariamente termine con una caída de la producción o en algún tipo de crisis financiera (bancaria, cambiaria o de deuda). En contraste con los sistemas de alerta temprana (SAT), que son los instrumentos que se diseñaron desde los enfoques relacionados en el literal B, si bien es cierto que comparten la idea de que la política económica puede ser una fuente de los desequilibrios macroeconómicos, niegan que sea la única. Como se advirtió anteriormente, la política macroeconómica de estos países termina adecuándose a las necesidades de funcionamiento del mercado financiero internacional, convirtiéndose en una fuente adicional de desequilibrios en sus economías.

También hay una diferencia relevante con relación al significado de la estabilidad macroeconómica. Mientras en los modelos de alerta temprana la estabilidad se mide por el comportamiento de las variables nominales, desde el enfoque descrito, los desajustes fundamentales están en las variables como la producción, la demanda agregada, las tasas de interés y el tipo de cambio reales. Además, no solamente se concentran en elementos

coyunturales, derivados del análisis del ciclo económico (corto plazo) sino que también se remiten a las características estructurales de estos países; donde estaría el origen de los desequilibrios mencionados.

1.1.4. A manera de síntesis

A partir de la revisión presentada en este apartado, se pudo observar que hay grandes discrepancias frente a la conceptualización de la VM. Así, mientras los enfoques derivados de los análisis en los SIDS, LICs y los LDCs tienen una visión mucho más amplia del término, no sucede lo mismo en el caso de los enfoques “financieros”, ni tampoco en el Neoestructuralismo, desde los aportes de autores como Ocampo y Ffrench-Davis, entre otros. En el primer caso, hay una preocupación por las características estructurales de los países y su propensión a sufrir *shocks* exógenos, que bien pueden ser de carácter económico, fundamentalmente comercial, pero también se pueden derivar de desastres naturales. En el segundo y tercer caso, lo fundamental es lo económico.

Como fortalezas de los primeros enfoques se resaltan los mayores esfuerzos por teorizar el concepto de vulnerabilidad y su medición. Sin embargo, es importante advertir algunas de sus falencias. Por un lado, no incorporan un análisis amplio de los riesgos financieros¹⁷, algo que no sería adecuado si se tiene en cuenta que cualquier país se puede ver afectado por los ciclos de financiamiento externo y la propagación de las crisis surgidas en otros países, tal y como sucedió a finales de los noventa y, posteriormente, durante el subperiodo 2007 – 2009. Por otra parte, aunque se justifica que el análisis de la VM es de tipo estructural, se subestima el impacto que pueden generar los ciclos externos y el papel de la política económica. Tal y como lo advertían Ramey y Ramey (1995), la volatilidad de la producción en el corto plazo, que puede ocasionarse por diversos aspectos, incluidas las decisiones de los gobiernos, también puede afectar el crecimiento económico de un país.

En cuanto a los sistemas de alerta temprana (SAT) para la identificación de la probabilidad de ocurrencia de una crisis, definitivamente se descartan dentro de esta investigación. En primer lugar, por su baja capacidad predictiva (Hallegatte y Przyluski, 2011; Frankel y Saravelos, 2012), y, en segundo lugar, porque, conceptualmente, la VM no solamente tiene que ver con la identificación de este tipo de eventos. De hecho, una consecuencia de la vulnerabilidad es la ralentización del crecimiento y no necesariamente una crisis (Hallegatte y Przyluski, 2011).

La Macroeconomía del Desarrollo conjugaría varias características de los dos enfoques señalados anteriormente, aunque hay una serie de elementos donde la perspectiva es diferente. Por una parte, se destaca la influencia de los aspectos estructurales en el origen y dinámica de la VM. Pero, además, se resalta la importancia de las asimetrías existentes en las relaciones económicas internacionales entre los países en desarrollo y los países desarrollados y su influencia en el carácter de la inserción comercial. Dentro de las deficiencias, como se advirtió al inicio del apartado, no hay una conceptualización expresa de la VM ni tampoco se hace un esfuerzo para su medición.

Una de las conclusiones dentro de este apartado es precisamente la necesidad de ampliar la visión de la VM desde la perspectiva de la Macroeconomía del Desarrollo. La idea es tener mayores elementos conceptuales que permitan el análisis y sistematización de este fenómeno, sobre todo en el contexto latinoamericano. Por esta razón, en el apartado 1.2 se hace una revisión acerca de la influencia que ejercen los *shocks* comerciales y financieros en el ciclo

¹⁷ En Briguglio (2014) se incluyen algunos aspectos, pero no son de mayor relevancia.

económico de los países en desarrollo. Posteriormente, en el apartado 1.3, se aborda el estudio de la VM desde el enfoque neoestructuralista.

1.2. CICLOS ECONÓMICOS E INSERCIÓN EXTERNA

Partiendo de la idea de que la VM se origina como resultado de la sensibilidad que muestra una economía ante los efectos adversos que pueden ocasionar los *shocks* exógenos sobre la dinámica de las principales variables macroeconómicas, y que, además, son las condiciones de inserción comercial, asociadas al patrón de especialización productiva, las que determinan dicha sensibilidad, este apartado tiene como objetivo hacer una revisión de la manera cómo los factores externos influyen en el comportamiento de los agregados macroeconómicos, particularmente en los países en desarrollo, como es el caso de Colombia. Dentro de esta tarea, se hace énfasis en los rasgos distintivos de los países en desarrollo y, especialmente, en aquellas economías donde la inserción comercial ha estado ligada, históricamente, a la explotación de los recursos naturales. Como se podrá ver más adelante, este aspecto es fundamental para entender los orígenes y mecanismos de transmisión de la VM.

Para alcanzar los objetivos propuestos, se inicia haciendo una revisión de los determinantes de los ciclos económicos, pasando de un análisis general hasta llegar al estudio de las economías en desarrollo; donde el comportamiento de las variables macroeconómicas no sigue los mismos parámetros de los países desarrollados (véase Taylor, 1989, 2001; Agénor y Montiel, 2000). A partir de la aproximación teórica en torno a los ciclos económicos, se hace una revisión de los aportes de distintos autores quienes identifican el papel que juegan las variables exógenas en los ciclos económicos de las economías en desarrollo. En este punto, se hace énfasis en el rol que juegan tanto los ciclos comerciales como los ciclos financieros.

1.2.1. Los determinantes de los ciclos económicos

Una premisa básica dentro de esta investigación es que la inestabilidad en la dinámica económica es un rasgo central y normal dentro del sistema capitalista. El hecho de que haya fluctuaciones en sus principales variables refleja simplemente que el comportamiento de las mismas no puede ser continuo ni estable (Keynes, 1936; Harrod, 1939; Prebisch, 1949; Kalecki, 1954; Marx, 1956, 1959a, 1959b; Minsky, 1986; Schumpeter, 2002; Mankiw, 2014). Por tal motivo, hay necesidad de entender los factores que explican tanto los movimientos de corto plazo, así como aquellos que inciden en su senda o trayectoria. Ahora, como es lógico, no hay consenso frente las variables que explican tanto las variaciones cíclicas como las de largo plazo.

A partir de las consideraciones señaladas, surgen varios interrogantes en torno a las variables que explican las oscilaciones de los principales agregados macroeconómicos, además de los elementos teóricos e instrumentales que permiten su medición y comprensión. Infortunadamente, los modelos teóricos y empíricos que permiten explicar dichas situaciones están pensados en las economías desarrolladas, que tienen unas características en diversos tópicos que llevan a que los análisis e interpretaciones disten mucho de las economías en desarrollo (Agénor y Montiel, 2000). Por este motivo, dentro de este subapartado, inicialmente se exponen unas referencias generales sobre el ciclo económico, pero más adelante el análisis se enfoca en la situación de los países en desarrollo.

Desde una perspectiva general, el ciclo económico se entiende como la fluctuación de las principales variables macroeconómicas, donde se alternan fases expansivas con fases recesivas (Mankiw, 2014). Avella y Fergusson (2003, p. 3-4) señalan que la discusión sobre el

ciclo económico fue álgida durante la primera mitad del siglo XX, luego se quedó estancada en los años postguerra, y se retomó a la misma en los 70; fruto de los episodios recesivos suscitados en aquellos años en los países desarrollados.

Hay varias preguntas a resolver alrededor del tema de los ciclos económicos. Una de ellas son las causas que los generan. En principio, hay que decir que al referirse a este fenómeno generalmente se está hablando del corto plazo, que es donde se presentan las fluctuaciones en la actividad económica (Mankiw, 2014). De esta manera, no se aborda la discusión sobre las variables que explican la senda de la producción, que correspondería a un análisis de largo plazo. Sin embargo, como se verá más adelante, realmente, hay una relación muy estrecha entre el corto y el largo plazo.

Frente a las fluctuaciones del corto plazo, hay acuerdo en que las mismas son explicadas tanto por factores de demanda como de oferta, derivadas de los planteamientos de la escuela neoclásica y keynesiana respectivamente (Abel *et al.*, 2011; Mankiw, 2014). No obstante, de acuerdo a una u otra posición teórica se colocará mayor énfasis en determinadas variables.

A pesar de que en los últimos años las posturas de corte neoclásico han dominado la literatura sobre la macroeconomía de corto y largo plazo, hay enfoques que distan mucho de estos planteamientos. Por esta razón, en adelante, se aborda el análisis del ciclo económico y los aportes que se ha realizado sobre el tema a partir de una división de los mismos en dos grandes grupos: el primero, que correspondería a la tradición keynesiana, donde las fluctuaciones cíclicas de la economía provienen fundamentalmente de la demanda agregada; y en un segundo grupo se discute, de manera mucho más general, los enfoques de oferta, derivados de la tradición neoclásica. Los primeros aportes prevalecieron más o menos hasta los años 60 del siglo XX, y, desde ese momento, los mayores avances han surgido desde la llamada Nueva Macroeconomía Clásica. No obstante, las contribuciones de uno y otro enfoque aún están en el centro de la discusión.

A. Enfoques del ciclo económico desde la perspectiva de la demanda agregada

A partir de la crítica a los economistas clásicos por su forma de interpretar el funcionamiento de la dinámica económica, Keynes (1936) rescató la importancia de los incentivos a la demanda agregada para afrontar las fuertes y recurrentes crisis a las cuales se enfrentaron varios países durante las primeras décadas del siglo XX. Dentro de su propuesta, la insuficiencia de demanda efectiva juega un rol trascendental.

Para Keynes, la variable fundamental que explica el crecimiento económico y su inestabilidad es la inversión. Según el autor, los cambios que se presentan en dicha variable se explican por factores económicos, políticos, institucionales etc., y, desde el punto de vista individual, por el comportamiento de los inversores; cuyas expectativas pueden cambiar en el tiempo.

Desde la perspectiva de Keynes, el volumen de ocupación depende de los incentivos a invertir. La inversión, a través del multiplicador, puede influir en la demanda y en el ingreso. Ahora, dado que la ocupación y el ingreso no son constantes, como tampoco lo es el consumo, la producción en un momento se va a enfrentar a problemas de demanda. Bajo dichas condiciones, la inversión queda sujeta a grandes fluctuaciones u oscilaciones, lo mismo que la producción. Para el autor, dicho fenómeno se presenta porque la inversión depende de las expectativas de los empresarios, reflejadas en lo que él denomina como la eficiencia marginal del capital. Así, todo aquello que ponga en duda que se pueda alcanzar los beneficios esperados del capital inmediatamente genera efectos sobre la decisión del inversionista. Y

esto es sencillo que ocurra por dos razones: en primer lugar, porque no hay posibilidad de predecir lo que va a suceder hacia el futuro (incertidumbre), y, en segundo lugar, porque la naturaleza humana hace que las decisiones de los individuos en un momento se puedan modificar. A partir de las consideraciones mencionadas, el ciclo económico desde la perspectiva keynesiana se explica por las oscilaciones de la eficiencia marginal del capital.

Para Keynes (1936, p. 220), el “sistema económico en que vivimos está sujeto a severas fluctuaciones en la producción y en la ocupación, pero su inestabilidad no es violenta”. Es decir, no se llega a casos extremos. En esta medida, tanto los periodos de auge como de crisis, en un momento dado, tienden a revertirse. Ante esta situación, reitera la necesidad de aplicar medidas de política económica para enfrentar dichos episodios; enfatizando en el uso de los instrumentos de naturaleza fiscal.

Siguiendo con la tradición keynesiana¹⁸, Kalecki es otro de los autores que ha realizado importantes contribuciones a la teoría del ciclo económico desde la perspectiva de la demanda agregada. Kalecki (1954) está de acuerdo con Keynes sobre la importancia de los cambios en la demanda agregada para explicar el ciclo económico. Empero, su explicación del fenómeno es mucho más amplia. De hecho, no solamente incorpora elementos económicos sino también aspectos de carácter político institucional, en lo que él denomina como el grado de monopolio; que al final es un factor adicional que explica la inestabilidad del crecimiento económico.

Para Kalecki (1954), la inversión es la variable fundamental que explica la producción a corto plazo. La decisión de invertir depende, de forma directa, del nivel de ganancias (tasa de crecimiento) y del ahorro interno actual de las empresas, e inversamente del acervo de equipo de capital. Dicho proceso se desarrolla de manera dinámica, mostrando una relación en doble vía. Así, mientras la inversión explica inicialmente la producción, esta última también la afecta a través de la inversión realizada en el periodo anterior.

Desde la perspectiva de Kalecki (1954), cada vez que hay variaciones en la inversión se altera la producción, el ingreso y el empleo, y viceversa. A su juicio, dicha interacción permite entender las fluctuaciones cíclicas; donde las variaciones en la inversión, en el corto plazo, son proporcionalmente mayores que las del ingreso o producción privada.

Un elemento importante que destaca Kalecki es que, a lo largo del ciclo, incluso en su fase ascendente, no hay una ocupación plena de la capacidad instalada. Al igual que Keynes, la explicación de dicho fenómeno está en la insuficiencia de la demanda. Así, no solamente se presentan fluctuaciones en la producción sino también en la capacidad utilizada, con los efectos que esta situación genera tanto en el empleo como en la inversión. En la fase de auge del ciclo económico, la producción efectiva tiende a acercarse al nivel de producción potencial; lo contrario sucede durante la fase descendente del ciclo. Entendiendo la importancia de este fenómeno, la política económica puede contribuir a reducir las fluctuaciones en el grado de utilización de la capacidad instalada.

Otro aporte importante de Kalecki (1954) es la relación que establece entre el corto y el largo plazo, donde el factor fundamental es la innovación tecnológica. En este aspecto coincide con la explicación del ciclo económico de Schumpeter (2002). Para este autor, “...la inversión fluctúa alrededor de la línea de tendencia de largo plazo” (p.160) y “son los factores de

¹⁸ Kalecki, siendo contemporáneo de Keynes, se lo ha catalogado dentro de los autores poskeynesianos. No obstante, varias de sus ideas se publicaron con antelación a la *Teoría General*.

desarrollo tales como las innovaciones las que impiden que el sistema se quede en una situación estática y engendran una tendencia ascendente a largo plazo (p.153)”.

Para Schumpeter (2002), las innovaciones generan incentivos para realizar nuevas inversiones dado que se espera un crecimiento de los beneficios empresariales. El hecho de que se acumule capital hace que se incremente el alcance o intensidad de los factores de desarrollo y contribuye de esta manera a sostener la tendencia a largo plazo. El problema está en que la intensidad de las innovaciones no es igual en un periodo que en otro; alterando de esta manera la tendencia de largo plazo (Schumpeter, 2002).

Para Schumpeter (2002), el tránsito entre el corto y el largo plazo se da por los cambios que se generan entre un ciclo y otro, y al interior de cada uno de estos. Las fases de auge son más amplias que las de depresión, terminando con un nivel de inversión mayor al alcanzando al inicio del ciclo. Como resultado, al final del ciclo económico la producción se hallaría en una nueva posición de largo plazo donde el nivel de inversión es mayor¹⁹.

Schumpeter (2002) coincide ampliamente con los planteamientos de Keynes, y fundamentalmente con Kalceki, en cuanto a los determinantes del ciclo económico. No obstante, a pesar de considerar la demanda como un factor clave, el elemento determinante dentro de su propuesta es la innovación.

Para Schumpeter, la innovación juega un papel central en la evolución económica. El problema está en que las innovaciones no se distribuyen uniformemente ni en tiempo, lugar ni sectores productivos. A su juicio, las innovaciones y el progreso técnico están relacionadas con los ciclos, pero este proceso es gradual, por lo cual, los cambios en las inversiones (reales) son los que causan y dan lugar a los ciclos. Del mismo modo, sostiene que hay momentos en los cuales hay exceso de inversión (real o aparente), y en otras situaciones pueden presentarse “malas inversiones”.

Las innovaciones generan efectos sobre la actividad productiva, pero estos no son inmediatos (Schumpeter, 2002). Hay un tiempo prudencial o de adaptación que permite que se absorban e incorporen al proceso productivo, y solo en este momento van a generar las repercusiones esperadas. Además, hay diferentes tipos de innovaciones; algunas son de mayor amplitud y otras no. Solamente cuando se acumulen dichos “efectos” se va a generar un ciclo. En contraste, cuando no hay incentivos para incorporar mayores innovaciones se da lugar a una nueva fase del ciclo económico.

De acuerdo con Schumpeter (2002), la actividad económica se puede ver afectada por un sinnúmero de factores, dentro de los que se puede encontrar los internos y los externos. Dentro de los factores internos se encuentran los cambios en los gustos, la cantidad o calidad de los factores de producción y los cambios en los métodos de oferta de mercancías. Los factores externos son aquellos que están por fuera de la órbita económica; no obstante, advierte que, aunque son importantes, están muy dispersos. Schumpeter es consciente de que hay elementos de carácter histórico, político y cultural que afectan el comportamiento económico. Sin embargo, advierte que se podrían citar demasiados factores que no se pueden controlar desde lo formal.

Para Schumpeter (2002), el ciclo económico representa una situación en la cual se van a alternar fases de prosperidad y depresión. Asimismo, rescata que es el mismo sistema el que

¹⁹ Esta consideración llevaría a pensar que sí hay una relación entre el corto plazo y el largo plazo; a diferencia de lo que se plantea desde el enfoque neoclásico.

genera sus propios resortes para salir de las zonas de recesión. Por tanto, el ciclo económico es algo normal dentro del sistema capitalista²⁰.

Dentro de la propuesta de Schumpeter, no se puede definir un periodo concreto para cada ciclo; por tanto, hay que tener en cuenta sus especificidades. Desde esta perspectiva, cada ciclo incorpora determinadas innovaciones y dependerá de los contextos tanto en términos de la producción como en las condiciones y hábitos financieros. No obstante, hace una clasificación de los ciclos. Plantea tres tipos: los ciclos largos o Kondratieff (con una duración de 60 años); los ciclos Juglar (con una duración de 10 años); y los ciclos Kitchin (con una duración de 40 meses).

Como se mencionó anteriormente, a Schumpeter le interesan fundamentalmente los ciclos largos, que están relacionados con los cambios derivados del proceso de innovación. Cuando hace referencia a los ciclos cortos, asevera que simplemente representan tiempos buenos y tiempos malos.

Dentro de la tradición keynesiana también se puede destacar a Minsky (1986), quien considera la inversión como la variable determinante del crecimiento económico. No obstante, sus preocupaciones se concentran en las funciones que ejerce el sistema financiero y los motivos que hacen que el crecimiento sea inestable. Siguiendo esta línea, Minsky se enfoca en la óptica planteada por Keynes sobre la situación de incertidumbre en la cual toman las decisiones los inversionistas. De esta manera, agrega un aspecto fundamental dentro del análisis de los ciclos económicos que es el papel que juega el sistema financiero; abordando así la perspectiva monetaria dentro del estudio del funcionamiento del sistema económico.

Para Minsky (1982, 1986), la inestabilidad del sistema capitalista puede estar en la órbita financiera, donde se genera una dinámica a partir de la interacción entre los prestamistas y los prestatarios. Bajo esta perspectiva, las condiciones de información asimétrica en las que realizan sus transacciones dichos agentes terminan causando efectos en la inversión real y, por esta vía, en el crecimiento económico.

Teniendo en cuenta los argumentos expuestos, el principal aporte de Minsky en términos del ciclo económico es la descripción de cómo se pueden generar las fluctuaciones reales a partir de los factores de carácter financiero.

La relación entre la inestabilidad financiera con el ciclo económico también se había destacado en autores como Hawtrey (1919), quien explica las fluctuaciones de la actividad económica ligadas a las expansiones del crédito y los efectos posteriores que puede generar dicha dinámica sobre la economía real. Para él, la expansión de la demanda a través del crédito, inicialmente, hace que se amplíe la producción. Sin embargo, en el momento en que se restringe el crédito, necesariamente se debe ajustar la oferta, generándose un problema de demanda efectiva. En estos términos, aunque las condiciones de cómo se genera la inestabilidad son totalmente distintas al planteamiento de Minsky, es claro el papel que asume el sector financiero. De hecho, dichas aportaciones han llevado a desarrollos posteriores acerca del sobreendeudamiento o sobreapalancamiento de los agentes económicos.

²⁰ Schumpeter (2002) plantea que las recesiones son positivas para la economía, puesto que se da el fenómeno que él denomina como “destrucción creativa”.

B. Enfoques del ciclo económico desde la perspectiva de la oferta

Aunque anteriormente se citaron algunos elementos que daban cuenta de cómo los cambios en la oferta pueden estar detrás de las perturbaciones en las principales variables macroeconómicas, se pasa a hacer un análisis mucho más detallado de este tema, fundamentalmente desde la perspectiva neoclásica.

Antes de pasar a examinar los ciclos económicos desde la perspectiva de la oferta, es importante advertir que si bien es cierto que hay coincidencias con las contribuciones de Kalecki (1954) y Schumpeter (2002), quienes mencionaron algunos factores de oferta dentro de la explicación de las fluctuaciones cíclicas de la economía, estos autores esgrimieron una visión mucho más de conjunto, en la cual no solamente actúan factores de carácter económico sino también aspectos de tipo social, político e institucional. En contraste, desde el enfoque neoclásico, el análisis de los ciclos económicos se concentra en la perspectiva microeconómica, donde es fundamental la forma de actuar de los agentes económicos. Por este motivo, no se los podría agrupar dentro de esta postura, pues buena parte de sus críticas se relacionan con la forma de entender el funcionamiento de la actividad económica desde dicha postura.

Desde el enfoque neoclásico, dado el supuesto del pleno empleo de los factores productivos, las oscilaciones de la producción solamente se presentan por variables exógenas. Y en concreto, se derivan de los cambios en la demanda, ya que la oferta permanece sin alteraciones (corto plazo). También se pueden presentar fluctuaciones provenientes de la oferta, pero no tienen que ver con cambios en la capacidad productiva. Dichas situaciones se explicarían por alteraciones en los precios y los costos a partir de eventos ajenos a la actividad económica, tales como los fenómenos naturales, las guerras, la regulación específica sobre algún sector, elementos de carácter político – institucional, entre otros, que podrían afectar la evolución de la oferta agregada en el corto plazo (Mankiw, 2014).

Las posturas asociadas a los enfoques de oferta tampoco son uniformes y, por tanto, al igual que en caso de la demanda, se van a encontrar diferencias importantes. Para Hayek (1933), y varios autores de la escuela austriaca, las fluctuaciones cíclicas se generan por los errores de previsión que pueden cometer los agentes económicos. Así entonces, dentro de este planteamiento, el hecho de que no se cumplan las expectativas es lo que termina desencadenando una serie de efectos sobre las variables reales.

Hayek (1933) esgrime que la variable fundamental que explica el crecimiento, así como sus fluctuaciones, es la inversión. Sin embargo, las oscilaciones de dicha variable no se deben tanto a la falta de demanda sino a los movimientos de las tasas de interés; debido a la discrepancia entre la tasa natural y la monetaria. De esta manera, aunque los efectos se transmiten hacia las variables reales, los movimientos cíclicos se generan como resultado del desajuste entre el ahorro y la inversión. Desde este punto de vista, se abre la posibilidad de que se generen choques exógenos, destacando el papel que puede jugar el sector financiero dentro de la economía real (ciclos monetarios).

Los aportes centrales sobre el ciclo económico en el marco del enfoque neoclásico se pueden ubicar inicialmente en Samuelson (1939), Mitchell (1944), Hicks (1950), y se podría decir que en Burns y Mitchell (1946). Sobre estos últimos, sus contribuciones no solamente han estado en el terreno teórico sino fundamentalmente en el campo empírico. Para resumir las aportaciones de estos autores, lo primero que hay que destacar es su visión de equilibrio, donde los ciclos económicos se interpretan como desviaciones temporales respecto a la

trayectoria de largo plazo. De este modo, todos aquellos factores que están detrás de dichas desviaciones son fundamentales para explicar las fluctuaciones cíclicas. Desde la perspectiva de las empresas, los movimientos de corto plazo afectan los beneficios esperados por los productores, y es en ese momento donde se generan las fluctuaciones de la producción.

Avella y Fergusson (2003) señalan que fue en la década de los setenta, con los aportes de Friedman, Phelps y Lucas, donde se retomó la discusión de los ciclos económicos desde el punto de vista teórico, ya que en la postguerra los trabajos se orientaron fundamentalmente a la cuantificación. El acceso a los métodos de medición hizo posible el desarrollo de ejercicios econométricos que permitieron retomar los planteamientos teóricos realizados en la primera mitad del siglo XX. Bajo esta perspectiva, se empezó a construir nuevas formulaciones en lo que se han denominado como los ciclos económicos reales.

Bajo el planteamiento de los ciclos económicos reales, ya no se hace referencia a las desviaciones temporales del nivel óptimo de producción sino a las oscilaciones del nivel potencial de producción. Dichas fluctuaciones estarían explicadas por las variaciones de la productividad, que a su vez dependen de los cambios aleatorios en la tecnología (Mankiw, 1989). Siguiendo este razonamiento, el incremento de la productividad genera una subida de los salarios reales y de la producción. Cuando el crecimiento de la productividad no es suficiente, dado que los cambios tecnológicos no son constantes, tendría que haber un ajuste de los salarios reales. Como consecuencia, la producción va a disminuir. Ante esta situación, lo que hace el mercado, a través de los agentes económicos racionales, es reaccionar de una manera eficiente (Mankiw, 1989). Bajo estas condiciones, “aún economías con mercados eficientes y completos, experimentarían ciclos en presencia de perturbaciones estocásticas sobre la tecnología” (Avella y Fergusson, 2003, p. 31).

Luego de la irrupción de los aportes de la Nueva Macroeconomía Clásica en el análisis del ciclo económico, no se han dado contribuciones recientes; más allá de la aplicación de nuevas técnicas estadísticas y novedosas herramientas econométricas. De acuerdo con Škare y Stjepanović (2015), la dinámica cíclica, desde el punto de vista de la oferta, se sigue explicando por los mismos factores: perturbaciones tecnológicas, *shocks* fiscales, *shocks* monetarios, cambios en la productividad global de los factores y, en algunos planteamientos, por las fluctuaciones de los precios de las *commodities*, como en el caso del petróleo.

Mankiw (1989), desde una postura nekeynesiana, hace una crítica a la teoría de los ciclos económicos reales por su baja capacidad explicativa en términos empíricos. Además, no cree que las fluctuaciones económicas puedan ser explicadas por perturbaciones tecnológicas (como fuente primaria). Siguiendo esta línea, la sustitución intertemporal del ocio tampoco podría explicar los cambios en el empleo (Mankiw, 1989, p. 79). En el mismo sentido, Avella y Fergusson (2003) advierten que en la teoría de los ciclos económicos reales hay muchas dificultades en las mediciones y, si estas existen, se han realizado varias críticas sobre sus verdaderos alcances conceptuales. Por este motivo, Mankiw (1989), a partir de los reparos al enfoque de los ciclos económicos reales, incorpora la existencia de precios rígidos y fallos de mercado, aunque en su planteamiento, a diferencia del enfoque neoclásico, no hay un ajuste inmediato que garantice el equilibrio.

Para Mankiw (2014), la diferencia entre el corto y el largo plazo está en los precios: mientras en el corto plazo son fijos en el largo plazo son flexibles. Así, las fluctuaciones que se generan en el PIB son coyunturales, mientras se da un proceso de ajuste que permite retomar la senda del crecimiento. Bajo esta lógica, en el largo plazo, el incremento de la producción está explicado por la disponibilidad de factores productivos y la tecnología. Por lo cual, las

medidas de política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) tendrían efectos en la economía solamente en el corto plazo. En el largo plazo, como se mencionó, la capacidad productiva de la economía solamente puede incrementarse a partir de mejoras desde el lado de la oferta.

En general, los modelos de corte ortodoxo, donde se pueden ubicar los planteamientos de los ciclos económicos reales, dejan de lado el efecto real que pueden ocasionar las modificaciones transitorias originadas por cambios en la demanda, tal y como se preveía en las posturas keynesianas (Dornbusch *et al.*, 2014). No obstante, en los últimos años, se ha tratado de paliar las diferencias respecto a las posturas neokeynesianas a través de los denominados “modelos de equilibrio general dinámico estocástico”, donde se retoma algunas de las bases del ciclo real, incluidas las expectativas racionales, pero se agrega la existencia de precios rígidos.

C. Los ciclos económicos en los países en desarrollo

Hasta el momento se ha presentado una revisión de los ciclos económicos a partir de los enfoques tanto de oferta como de demanda. Como se pudo ver, hay diferencias sustanciales en la manera de entender dicho fenómeno desde las diferentes perspectivas. Así, mientras los enfoques de demanda consideran la inversión como una variable fundamental para explicar las fluctuaciones de la producción²¹, en el caso de los enfoques de oferta, las oscilaciones de la producción estarían ligadas a los *shocks* externos, siendo los más importantes la tecnología y la política económica.

Para los objetivos de esta investigación, la principal referencia teórica se ubica desde el lado de la demanda; entendiendo los aportes realizados desde el keynesianismo tanto al Estructuralismo Latinoamericano como al Neoestructuralismo (véase Pérez, 2015a). No obstante, hay que advertir que las explicaciones que se han dado hasta el momento no son suficientes dadas las características de los países en desarrollo. En primer lugar, porque las bases conceptuales en torno a los ciclos económicos, tanto desde los enfoques de la oferta como de la demanda, se refieren básicamente a las economías cerradas, o, en el mejor de los casos, a pesar de incorporar el sector externo, no involucran grandes modificaciones en su desarrollo conceptual. Y, en segundo lugar, porque no abordan las características específicas de los países en desarrollo, que son muy distintas a las economías para las cuales se han realizado la mayoría de las investigaciones (véase Taylor, 2001).

A partir las consideraciones mencionadas, este epígrafe tiene como propósito hacer una revisión de las principales contribuciones acerca de los ciclos económicos en los países en desarrollo. De manera general, el planteamiento que se esgrime es que las fluctuaciones de corto plazo en este tipo de economías se encuentran en los factores exógenos; aclarando que este término es muy diferente al que se utiliza en la tradición neoclásica e incluso en algunos autores poskeynesianos. Como se verá más adelante, dichos factores están relacionados con el papel que cumplen los flujos financieros y los comerciales en el ciclo económico de estos países.

Taylor (2001) señala el tema del ciclo económico ha sido tratado ampliamente para los países desarrollados²², pero no así para los economías en desarrollo, donde prácticamente hay una ausencia de teoría sobre este tema. Agénor *et al.* (2000) explica esta situación por las siguientes razones: en primer lugar, por las dificultades para el acceso a la información en términos de

²¹ También se podrían citar otras variables.

²² Las referencias al caso de Estados Unidos se pueden ver, por ejemplo, en los estudios de Kalecki (1954) y Schumpeter (2002). Desde el enfoque neoclásico, las investigaciones también se concentran en este país.

calidad y frecuencia de los datos, y, en segundo lugar, porque los países en desarrollo tienden a sufrir crisis repentinas, haciendo difícil diferenciar entre tipos de ciclos y regularidades.

Continuando con la caracterización de los ciclos económicos, Aguiar y Gopinath (2007) sostienen que las fluctuaciones de la producción tienden a ser más moderadas en los países desarrollados respecto a los mercados de las economías en desarrollo; es decir, la amplitud de las expansiones como de las contracciones sería mayor en los últimos (Male, 2011). Además, a diferencia de los países desarrollados, en las economías en desarrollo dichas perturbaciones serían generadas de manera exógena (Taylor, 2001). Como consecuencia de la mayor sensibilidad de estos países ante los cambios en el contexto mundial, una de las características predominantes en sus economías termina siendo la mayor volatilidad de la producción (Aguiar y Gopinath, 2007; Male, 2010).

A partir de los argumentos presentados hasta el momento, se hace necesario incorporar el análisis de los ciclos económicos desde la perspectiva de una economía abierta²³. Sin entrar a profundizar en el tema, la implicación es muy sencilla: si se tiene en cuenta que los movimientos cíclicos de las variables macroeconómicas de un país (producción, inversión y consumo) pueden afectar al resto de países, la conclusión es que existe un ciclo económico mundial o internacional (Kose *et al.*, 2003). En este contexto, las fluctuaciones de la actividad económica de un país no solamente se explican por lo que sucede dentro del mismo, sino también por los efectos que se puedan generar por fenómenos que ocurren más allá de sus fronteras. Asumiendo la importancia de este tema para las economías en desarrollo, es trascendental entender la influencia que ejercen los *shocks* exógenos, que, a diferencia de los enfoques de oferta presentados desde una perspectiva neoclásica, resultan de la interacción económica entre los países y de las particularidades que tienen los mismos.

Dentro del análisis de los ciclos económicos en una economía abierta, Prebisch (1949) presenta unos aportes muy interesantes que permiten ver, por un lado, el vínculo entre la dinámica económica de los diferentes países, y por otro, la importancia que adquieren tanto los ciclos comerciales como los financieros. A partir de los elementos mencionados, se podría decir que Prebisch fue un pionero en torno a la discusión sobre la existencia de un ciclo económico mundial; aunque su objetivo estaba enfocado en explicar la relación entre los países del centro y los de la periferia.

Prebisch (1949) partió de la idea de que hay unas asimetrías muy grandes entre los países que interactúan en la economía mundial, las cuales tienen consecuencias en su desempeño económico. En el modelo inicial que presentó este autor tiene definidas las funciones que le corresponden a cada grupo de países. Así, mientras la periferia exporta materias primas, los centros exportan manufacturas. Desde el punto de vista financiero, los países en desarrollo obtienen divisas como fruto de las exportaciones, pero también tienen que hacer unos pagos (salidas) para financiar las importaciones. El problema se genera en el momento en que se da un desfase temporal entre los ingresos que reciben por concepto de las exportaciones y los pagos que tienen que hacer por los bienes importados. Dicho fenómeno va a producir desajustes en la demanda tanto en el centro como en la periferia. En el caso de los países periféricos, debido a la falta de divisas, y al incremento del déficit externo, se hace imposible seguir atendiendo la demanda de importaciones; obligándolos a reducir la demanda de las mismas. Debido a las restricciones que impone la balanza de pagos para el crecimiento de la demanda agregada, y su relación con el modelo de inserción comercial, dicho fenómeno se ha catalogado como estrangulamiento externo (véase Prebisch, 1949; Thirlwall, 1979).

²³ Schumpeter (2002) advierte sobre la necesidad de reconstruir la teoría del comercio internacional desde el punto de vista de la teoría de los ciclos.

Por la importancia que adquiere el sector externo, y los efectos que puede generar el mismo en la dinámica económica de los países en desarrollo, Prebisch (1949) identificó una relación muy estrecha entre el crecimiento económico de los centros y el de la periferia. Bajo esta postura, los ciclos económicos, al igual que el progreso técnico, se generan en el centro y se difunden hacia la periferia (Ocampo, 2011).

Bajo el planteamiento estructuralista, como resultado de las características de la inserción comercial de las economías en desarrollo, los ciclos económicos de estos países quedan supeditados a la dinámica que se genera en las economías desarrolladas, convirtiéndose en un elemento trascendental que permite explicar los orígenes de su vulnerabilidad externa (Prebisch, 1949; Ocampo, 2001). De este modo, se entiende que, a diferencia de los centros, donde el crecimiento económico (corto y largo plazo) se genera de forma endógena, en la periferia es dependiente de lo que suceda en los primeros (Sunkel, 1971; Taylor, 2001; Ocampo, 2011, 2012). Además, como lo advierte Ocampo (2001), el grado de exposición de estos países es mucho mayor debido a los cambios acaecidos durante las últimas décadas en el funcionamiento de la economía mundial, especialmente desde los años setenta, debido al mayor grado de integración comercial y, sobretodo, financiera. Al respecto, es claro que las economías desarrolladas también se ven afectadas, empero, lo que se plantea es que las consecuencias tienden a ser mayores en los países en desarrollo.

Así entonces, los planteamientos de Prebisch, a pesar de las críticas recibidas dadas las modificaciones en la economía mundial en las últimas décadas, siguen vigentes. Su forma de entender el ciclo económico es muy relevante desde la perspectiva de las economías en desarrollo. No obstante, a diferencia de aquella época donde la vulnerabilidad externa se explicaba fundamentalmente por los choques en los términos de intercambio, en los últimos años el factor clave está en los movimientos de capital (CEPAL, 2004a; Ocampo, 2011).

Bajo las consideraciones mencionadas hasta aquí, el papel desempeñado por los *shocks* externos en la dinámica económica de los países en desarrollo, y particularmente en los latinoamericanos es trascendental (Prebisch, 1949; Taylor, 2001; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2005, 2011; Izquierdo *et al.*, 2008; Frenkel y Rapetti, 2009). Por esta razón, en los dos apartados que siguen se analiza cada uno de los canales que transmiten los efectos de los ciclos externos, que son: el comercial y el financiero.

1.2.2. Flujos comerciales y ciclo económico

Para entender la influencia que ejerce el sector externo en la dinámica económica de un país es necesario evaluar los diferentes canales a través de los cuales se originan las interacciones entre las variables internas y las externas. Dados los objetivos de esta investigación, se analizan dos grandes vías: la comercial y la financiera.

En este subapartado se hace referencia a la manera cómo los flujos comerciales pueden generar una serie de efectos sobre los principales agregados macroeconómicos de un país. Dicho acercamiento se realiza a partir de la revisión de las teorías del comercio internacional y los principales cambios en los patrones de especialización productiva. Ahora, dado que el objetivo de este estudio no es realizar una revisión profunda de dichos planteamientos, en este subapartado solamente se esbozan aquellas propuestas mucho más cercanas a la situación de los países en desarrollo, y particularmente a la de las economías de América Latina. En este sentido, no se trata de describir los orígenes del comercio internacional sino de examinar los efectos que este genera en la economía de un país; aunque es cierto que hay

una profunda relación entre los factores que explican el comercio internacional y su influencia en las fluctuaciones cíclicas de las economías. Como se verá más adelante, dicho vínculo es de gran utilidad para mostrar la relación entre los flujos comerciales y la VM de un país.

Dos temas de gran relevancia entrarían a abordarse dentro de este subapartado. El primero tiene que ver con los factores que explican los intercambios comerciales entre países. Y el segundo está relacionado con los efectos ocasionados por el comercio internacional en la dinámica macroeconómica de un país, tanto en el corto (ciclo económico) como en el largo plazo (crecimiento económico).

Sobre el primer aspecto, hay un consenso en que los factores que explican los flujos comerciales entre dos o más países se pueden resumir de una manera relativamente breve (véase Krugman *et al.*, 2014). González (2011) establece tres grandes grupos: la teoría clásica del comercio internacional basada en las ventajas comparativas; el comercio a partir de un escenario de competencia imperfecta con economías de escala y diferenciación de productos; y, por último, los planteamientos de lo que sería la nueva teoría del comercio internacional a partir de las diferencias entre las empresas, que da lugar a lo que se ha denominado como las Cadenas Globales de Valor (CGV).

Las teorías clásicas del comercio internacional explican su origen a partir de las diferencias entre los países. Los aportes de Adam Smith, David Ricardo y el denominado modelo de Heckscher – Ohlin dieron las bases que permitieron realizar una primera aproximación para entender los flujos comerciales entre países, los cuales se explican por las asimetrías en las dotaciones factoriales y/o la productividad de los mismos.

Bajo el planteamiento de Heckscher – Ohlin, los países tienden a especializarse en la producción de aquellos bienes que utilizan de manera más intensiva los factores productivos que son relativamente más abundantes en su territorio. Al respecto, Krugman *et al.* (2014) destacan la importancia de estos modelos ya que explican la situación de muchos países. Sin embargo, señalan que no es posible entender el modelo de inserción comercial de un país únicamente a partir de este patrón.

Como resultado del crecimiento de los flujos comerciales, y de sus características, los argumentos derivados de la ventaja comparativa ya no fueron suficientes para explicar los cambios que habían acontecido en el comercio internacional en las últimas décadas. El crecimiento de las empresas y la profundización de los modelos de competencia imperfecta generaron una nueva perspectiva en los mercados. De esta manera, se pasó de una explicación basada en el comercio interindustrial o intersectorial, cuya base es la diferencia entre los países y sus ventajas comparativas, a un modelo de comercio intraindustrial, donde se intercambian bienes heterogéneos que pertenecen a una misma industria. Para Krugman *et al.* (2014), la ampliación del tamaño del mercado y, por ende, el aprovechamiento de las economías de escala externas generó ganancias en la productividad, dando lugar a un crecimiento de los flujos comerciales. De esta manera, fue posible realizar intercambios comerciales entre países, incluso, sin haber grandes diferencias en sus dotaciones factoriales y en su tecnología.

Krugman (1995) menciona que en la segunda mitad del siglo XX se presentaron una serie de cambios en el comercio mundial que permitieron un incremento inusitado del mismo. Factores como las mejoras tecnológicas, la reducción de los costos de transporte, la eliminación y/o disminución de las barreras arancelarias, el aprovechamiento de la

localización, los cambios en el modelo económico de varios países (crecimiento hacia afuera), la homogenización en los patrones de consumo, entre otros, dieron lugar a dichas modificaciones. Baier y Bergstrand (2001) consideran que a los factores antes mencionados habría que añadirle la convergencia en los salarios, tanto en los países desarrollados como entre los países en desarrollo. Además, la OMC (2013) incorpora dentro de los factores explicativos del comercio los cambios en la demografía, la energía y otros recursos naturales.

Bajo el marco descrito, se generó un ingente proceso de internacionalización productiva que permitió aprovechar las economías de escala internas, lo que dio lugar a una mayor especialización a partir de las denominadas Cadenas Globales de Valor (CGV) o simplemente cadenas de suministro mundiales, donde un mismo bien es producido en varias etapas que incorporan la participación de más de un país y/o empresa. De esta manera, los cambios en los procesos productivos y la gestión de las empresas hicieron posible intensificar la desintegración vertical y horizontal de la producción (Krugman, 1988, 1995; Hummels *et al.*, 1998; Feenstra, 1998). Así, el comercio dejó de verse como una cuestión de países y pasó a interpretarse desde la acción que desarrollan los actores, que es donde toman relevancia las empresas, y particularmente las multinacionales. En un contexto de estas características, las empresas son capaces de aprovechar las ventajas de la localización, la proximidad a los mercados y el acceso a mano de obra relativamente barata (Hummels *et al.*, 1998).

- Comercio internacional y crecimiento económico

La relación entre el incremento del comercio internacional y el crecimiento económico ha sido revisada en varios estudios; no obstante, las conclusiones no son claras ni desde el punto de vista teórico ni en lo empírico (CEPAL, 2002; Singh, 2010). Y aunque en la mayoría de casos se apunta hacia efectos positivos, donde los procesos de liberalización comercial habrían posibilitado un mayor crecimiento económico (Wacziarg y Welch, 2008), estos no serían tan grandes como inicialmente se pensaría (Frankel y Romer, 1999). Incluso, Rodríguez y Rodrik (2001) llegan a advertir que podría haber una relación negativa entre la apertura comercial y el crecimiento económico. En el mismo sentido, Kim *et al.* (2016) destacan la inestabilidad que puede generar el comercio en el crecimiento a largo plazo, aunque a corto plazo haya un efecto positivo tanto en la producción y en la volatilidad.

Entendiendo la diversidad de posiciones acerca de la relación entre el comercio internacional y el crecimiento económico, se empieza destacando algunos aspectos teóricos que permiten clarificar dicha conexión, y posteriormente se ahonda en los debates que se han planteado alrededor de este tema.

Desde una perspectiva general, el comercio internacional se ha visualizado como una fuente de ganancias para sus actores²⁴ (personas, empresas o países) (Samuelson, 1962; Krugman *et al.*, 2014). Dentro de los efectos positivos que generan los flujos comerciales, Samuelson (1962) y Krugman *et al.* (2014) anotan, en primer lugar, la ampliación en las posibilidades de consumo, dada la mayor diversidad y los precios más bajos. Además, dichos efectos no solamente se generan para los bienes de consumo final sino también para los insumos que utilizan las empresas. En segundo lugar, también se señalan las ventajas generadas a partir de una mayor especialización productiva, lo cual posibilitaría un incremento de la productividad.

²⁴ Samuelson (1962) advierte que no todos los agentes económicos van a ganar con el comercio. La idea que plantea es que, eventualmente, los ganadores pueden compensar a los perdedores, ya sea desde el punto de vista individual (personas o empresas) o como colectivo (países).

También se sugiere que el comercio internacional genera beneficios derivados de la reasignación sectorial de recursos, donde se espera que los mismos se trasladen hacia las actividades exportadoras. Bajo este marco, se posibilitaría un incremento de los niveles de inversión. Como resultado de la conjunción de todos los factores mencionados, es posible que se presente un “círculo virtuoso autosostenido”, donde la inversión es el principal vínculo a través del cual el comercio internacional puede generar efectos positivos en el crecimiento económico de un país (OMC, 2003, p. 92).

Además de los elementos citados hasta el momento, la OMC (2003, 2013) señala que el comercio internacional es una de las vías más importantes a través de las cuales se transfiere tecnología entre países, lo cual beneficiaría a aquellos territorios más rezagados en este aspecto. Naturalmente, hay varios factores que terminan incidiendo en que dichos resultados sean mayores o menores a lo previsto. En este sentido, lo que se sugiere es que el comercio incrementa la competencia entre las empresas, dando lugar a mayores inversiones en investigación y desarrollo. Así entonces, el solo hecho de que una empresa enfrente a la competencia sería identificado como una posibilidad de incrementar la producción; lo que terminaría redundando en una mayor tasa de crecimiento económico. Para obtener los resultados previstos, un elemento fundamental que se ha citado en la literatura es la calidad de las instituciones, donde se advierte que el comercio termina generando un efecto positivo (OMC, 2003, 2013).

Así pues, a partir de las ganancias potenciales que genera el comercio internacional sobre el crecimiento económico, se justifica la idea de eliminar las trabas que restringen los flujos comerciales y los financieros entre países. Por esta razón, como lo sostiene Krugman (1995), los países en desarrollo también han emprendido una serie de tareas para vincularse a una nueva dinámica del comercio internacional, algo que ha modificado radicalmente la distribución de la producción mundial. Según la OMC (2003), la apertura comercial puede contribuir a abordar los problemas de estrechez del mercado interno en este tipo de países. Asimismo, por los efectos positivos en el crecimiento económico, el incremento de los flujos comerciales podría ayudar a reducir la pobreza, convirtiéndose en un mecanismo que hace posible no solo disminuir la inequidad en la distribución de los ingresos a nivel interno sino también puede ayudar a una mayor convergencia a nivel de países (véase Lucas, 1990; Barro & Sala-i-Martin, 1991).

Al margen de los beneficios citados anteriormente, se acepta que la liberalización comercial no es suficiente si no se presentan una serie de condiciones que favorezcan los efectos advertidos. Elementos de carácter contextual como la fortaleza institucional, las condiciones de infraestructura, las características de las empresas locales, el funcionamiento del sector financiero, el tipo de bienes que se exportan o importan, las políticas de las empresas que hacen las inversiones, las medidas que se puedan adoptar desde los gobiernos, entre otras, van a determinar el efecto neto que resulta de la interacción en el comercio internacional (OMC, 2013).

Ahora bien, a pesar de que el incremento de los flujos comerciales puede generar beneficios, también puede ocasionar una serie de distorsiones en la dinámica económica de los países. Krugman (1995) y la OMC (2013) advierten acerca de las repercusiones que ocasionaría el comercio internacional sobre el empleo y los salarios, y no solamente en los países en desarrollo sino también en los desarrollados. Sobre este aspecto, mientras las consecuencias desde una postura ortodoxa²⁵ serían coyunturales, desde otros enfoques se advierte que en

²⁵ Defensores de la liberalización comercial.

muchas situaciones los efectos podrían llegar a ser permanentes. El problema está en que el proceso de reasignación de recursos que se sugiere a partir del incremento de los flujos comerciales no es sencillo, y los efectos económicos y sociales que se pueden generar se encuentran dispersos. Desde el punto de vista teórico, así como se puede llegar a una situación positiva, donde los factores productivos, capital y trabajo, se ubiquen en actividades de alta productividad, es posible que haya muchas barreras que dificulten este proceso (Krugman *et al.*, 2014). En particular, los países más pobres, fundamentalmente en términos de capital, son mucho más vulnerables en este aspecto. De esta manera, la apertura comercial, en vez de generar efectos positivos, podría terminar causando graves daños a este tipo de economías (OMC, 2003).

Krugman *et al.* (2014) mencionan ciertos efectos que podrían causar los movimientos comerciales en la estabilidad macroeconómica de un país; lo que redundaría en su ciclo económico. De acuerdo a los autores, las consecuencias dependen de las características de los flujos comerciales y los contextos en los que estos se presentan. En este sentido, una vía normal a través de la cual se podrían transmitir los efectos del crecimiento económico mundial sería la de los términos de intercambio, especialmente para aquellos países donde las exportaciones están concentradas en determinados productos, particularmente de origen minero, agropecuario o de hidrocarburos.

Debido a que en muchos países prevalece un modelo de inserción comercial basado en la explotación de recursos naturales, las fluctuaciones del PIB de estas economías terminan vinculadas al comportamiento de los precios de sus principales productos de exportación (Izquierdo *et al.*, 2008). A partir de las características de este modelo de especialización productiva, Rodrik (1998) señala dos tipos de riesgos: la volatilidad de los términos de intercambio y la concentración de productos de exportación. Para el autor, estos factores pueden llevar a incrementar las fluctuaciones del ingreso doméstico y del consumo de este tipo de países, lo que terminaría afectando el crecimiento económico tanto en el corto como en el largo plazo.

Además, en los países cuya base exportadora se encuentra en la explotación de recursos naturales se ha advertido la presencia de fenómenos como la maldición de los recursos naturales, la enfermedad holandesa y la emergencia de comportamientos rentistas (Gelb, 1988; Auty, 1990, 1993, 2001; Mehlum, 2006; Banco Mundial, 2010; OMC, 2010). Al respecto, Bhagwati (1958) había descrito estos aspectos en lo que denominó como un crecimiento empobrecedor, donde señala que el círculo de la dependencia no se logra romper y, de esta manera, entre más se profundiza este tipo de producción, los efectos negativos sobre el producto total se hacen mayores.

Para Sachs y Warner (1995), los vínculos a través de los cuales se desencadena la “maldición de los recursos naturales” son diversos, pero se podrían agrupar en los siguientes: en primer lugar, se distorsiona la forma en que el Estado obtiene sus ingresos y ejecuta sus gastos; en segundo lugar, la profundización en la explotación de recursos naturales genera modificaciones en la estructura productiva tanto interna como externa, ocasionando un mayor peso de las actividades extractivas, y a la vez, una mayor concentración de las exportaciones en bienes de origen primario; en tercer lugar, se señalan los inconvenientes que se generan a partir de la volatilidad de los precios de las materias primas, llevando a la inestabilidad de la demanda, la oferta y de las rentas fiscales; en cuarto lugar, se aducen problemas institucionales derivados de las rentas extraordinarias que se reciben; en quinto lugar, se sostiene que la capacidad de arrastre de los bienes primarios es baja (formación de enclaves), o por lo menos inferior a la de otras actividades como la industria manufacturera,

además de ser estática y solamente contribuir al crecimiento económico en el corto plazo; en sexto lugar, se mencionan los efectos ambientales y sociales que se pueden ocasionar, derivados, por una parte, de la contaminación, y por otra, del problema del agotamiento; en séptimo lugar, se agudiza la dependencia externa, en términos de la demanda, la tecnología y los flujos de capital.

Otro de los temores de los países cuyas exportaciones están basadas en la explotación de los recursos naturales, especialmente en las economías en desarrollo, es la enfermedad holandesa. A partir de los planteamientos de Corden y Neary (1982) y Krugman (1987), se advierte sobre los efectos negativos de la especialización en productos primarios sobre las demás actividades económicas, especialmente en la industria manufacturera. Las repercusiones negativas se darían por dos vías: en primer lugar, por el desplazamiento de los factores productivos hacia el sector que presenta el *boom*, y, en segundo lugar, por la pérdida de competitividad debido a la apreciación de la moneda. Fruto de esta dinámica se darían varias consecuencias. En primer lugar, la industria manufacturera terminaría perdiendo participación en el conjunto de la economía. En segundo lugar, se deterioran las condiciones del empleo, debido a la mayor intensidad de capital de los sectores de exportación. En tercer lugar, dado que muchos de los efectos mencionados serían permanentes, se terminan ocasionando cambios significativos en la estructura productiva. Por último, la apreciación de la moneda puede ocasionar un deterioro del saldo de la balanza comercial, a la vez que repercute en la dinámica de los precios de los bienes no transables (Corden y Neary, 1982).

Ahora bien, a pesar de la relevancia de los aportes de Corden y Neary (1982), Krugman (1987) y Sachs y Warner (1995), han surgido una serie de estudios que cuestionan los resultados encontrados por estos autores, dejando entrever que la relación entre la explotación de los recursos naturales y el crecimiento económico termina siendo positiva (OMC, 2010; Banco Mundial, 2010). Los casos exitosos de varios países desarrollados se han citado para defender esta idea. No obstante, se advierte acerca de los posibles efectos en la estabilidad macroeconómica de los países (Banco Mundial, 2010; Sinnott *et al.*, 2010; OMC, 2010).

Teniendo en cuenta los elementos citados, resultan evidentes los efectos que los flujos comerciales pueden generar sobre la economía de un país. No obstante, como se ha advertido, dichas consecuencias dependen de una serie de factores, entre estos, el modelo de especialización productiva de cada economía. Para el caso de los países cuya inserción comercial ha estado basada en la explotación de los recursos naturales, como sucede con gran parte de las economías latinoamericanas, los efectos de los cambios en el contexto internacional, tanto por la vía de los términos de intercambio como por la de las fluctuaciones de la demanda externa, tienden a ser muy elevados, haciendo que el ciclo económico profundice su dependencia respecto a este tipo de *shocks*.

En suma, haciendo un balance entre las ganancias potenciales y los efectos negativos que puede generar la apertura comercial, se concluye que los vínculos entre el comercio internacional y el crecimiento económico no son tan fáciles de dilucidar. En este punto, es fundamental entender que los resultados dependen del mecanismo de inserción internacional de cada país y sus condiciones particulares. Por tanto, no es suficiente con observar los flujos comerciales, sino que hay que revisar su composición y características específicas (Kosacoff *et al.*, 2007).

1.2.3. Flujos financieros y ciclo económico

Los movimientos en los mercados de capitales tienen un vínculo muy fuerte con los flujos comerciales; aunque en este caso lo que se comercia no es un bien como tal sino un factor productivo (comercio intertemporal). Desde el punto de vista contable (balanza de pagos), los flujos comerciales están íntimamente ligados a los movimientos financieros ya que las transacciones reales siempre van a tener una contrapartida monetaria.

A pesar de la relación entre los flujos comerciales y los financieros, una parte muy significativa de las transacciones que se presentan en los mercados de capitales se generan por una dinámica muy diferente a la faceta comercial (Sanabria y Medialdea, 2013). La búsqueda de rentabilidad en el mercado de activos da lugar a transacciones donde los beneficios se realizan en la propia órbita financiera.

Desde la óptica de la economía real, el problema con los flujos financieros es que sus movimientos pueden causar grandes distorsiones en los principales agregados macroeconómicos. Ahora bien, aunque en este subapartado no se van a mostrar todos los vínculos que podrían existir para explicar dicho fenómeno, se desvela cómo los movimientos de capitales terminan afectando la VM de los países; enfatizando en la situación a la cual se enfrentan las economías en desarrollo. Antes de abordar esta tarea, es importante advertir que la revisión se va a concentrar en los efectos reales que se generan a partir de los flujos financieros. Se toma esta línea dada la abundante literatura en materia de crisis financieras (cambiarias, bancarias, de deuda), donde la argumentación enfatiza, fundamentalmente, en el funcionamiento del mercado de capitales.

La estructura de este subapartado es la siguiente: en una primera parte se hace referencia a los factores que determinan los movimientos de capital entre países y en la segunda parte se aborda la relación entre los flujos de capital y el crecimiento económico. En todo caso, se presta especial atención a la situación de los países en desarrollo, sin dejar de lado el análisis sistémico que permite tener una visión general de la configuración global de dichos movimientos.

A. Determinantes de los movimientos de capitales

El crecimiento acelerado de los flujos comerciales en las últimas décadas ha venido acompañado de un aumento en los servicios, y particularmente de los de carácter financiero (Rosales, 2009; OMC, 2013). Además, la globalización financiera ha dado lugar a un incremento radical de las transacciones en el mercado internacional de activos a través de distintos canales como la Inversión Extranjera Directa (IED) y las inversiones de portafolio, donde el componente comercial solamente es uno de los elementos que explican dicho fenómeno. Por esta razón, es importante entender las causas o factores que han acelerado el proceso de internacionalización de los flujos de capital, lo que a su vez permite dimensionar sus posibles consecuencias.

Desde el punto de vista teórico, una de las vías para incorporar el papel del financiamiento externo es entendiéndolo como una forma de comercio intertemporal. Así, los flujos financieros lo que están revelando es el intercambio de consumo presente por consumo futuro. Dentro de esta lógica, el acceso a los fondos externos permite aumentar el consumo presente a cambio de reducir el consumo futuro. Para que las transacciones tengan lugar, de un lado estarán los agentes económicos (personas o países) que prefieren aumentar el consumo actual, y del otro, quienes están dispuestos a aplazarlo. En estos términos, aquellos

países que generan un superávit en la cuenta corriente estarán otorgando financiamiento al resto del mundo. A la vez, habrá países que reciben financiamiento, lo que implica que hacia el futuro tengan que disponer de un determinado flujo de recursos para realizar los pagos. Como resultado, las diferencias en las preferencias sobre el consumo presente o futuro representan una primera fuente para entender los movimientos de capitales entre países.

Para describir las razones por las cuales se presentan los movimientos internacionales de capital, especialmente en el marco de los países en desarrollo, estas se agrupan en factores exógenos (*push factors*), que hacen que haya entradas y salidas de capital sin necesidad de que el país intervenga directamente, y factores endógenos (*pull factors*), en donde los países utilizan sus instrumentos de política económica para incentivar el ingreso de capitales hacia sus territorios²⁶.

- Factores exógenos (*push factors*)

Un primer acercamiento hacia las causas de los movimientos de capitales entre países está en las diferencias de rentabilidad que ofrecen a los diferentes activos financieros. En una economía abierta y sin restricciones a los movimientos de capital, las diferencias en las tasas de interés entre los países generan incentivos para la entrada o de salida de capitales, en tanto que modifican el equilibrio en el mercado de activos y afectan la rentabilidad de los mismos (Mundell, 1961, 1963). En este sentido, las variaciones que se presentan en los tipos de interés o en la tasa de cambio (apreciaciones o depreciaciones) ocasionan efectos en el mercado de capitales, ya que los inversionistas trasladarán sus activos donde se ofrezcan los mayores beneficios.

Para Calvo *et al.* (1993, 1996) y Fernández-Arias (1996), los factores determinantes de las entradas de capital privado hacia los países en desarrollo son, fundamentalmente, exógenos. En las últimas décadas, dichos movimientos habrían estado determinados por los movimientos en las tasas de interés internacionales y las fases de recesión a las cuales se han enfrentado las economías de los países desarrollados. Ahmed y Zlate (2014) agregan que, por lo menos desde 2002, otra causa habría sido el mayor apetito por el riesgo, y luego de la crisis de 2007 – 2009, asignan un rol muy importante a las herramientas no convencionales de política monetaria (QE - *quantitative easing*) utilizadas por los Estados Unidos. Dichos fenómenos están íntimamente ligados con un rasgo inherente a la globalización financiera que es el aumento de la liquidez internacional, que ha sido el factor común de la economía mundial en lo corrido del siglo XXI.

Goldstein (1995) anota que dentro de las causas del crecimiento de los flujos de capital privado en la década de los 90 estaría la recesión en los países acreedores, y más que la disminución de las tasas de interés, que efectivamente se ha dado, lo relevante sería la existencia de los diferenciales. La presencia de esta brecha es posible gracias a las divergencias en los niveles de riesgo (soberano) entre países, donde, generalmente, son las economías en desarrollo las que tienen que pagar un coste adicional (prima).

Desde el punto de vista microeconómico, la profundización de la globalización financiera ha permitido el surgimiento de nuevos productos, agentes y estrategias tanto de las empresas que laboran en la economía real como de aquellas que lo hacen en la órbita financiera (Kose *et al.*, 2009; Sanabria y Medialdea, 2013). El objetivo común, sin lugar a dudas, ha sido la búsqueda de mayores beneficios.

²⁶ La clasificación se toma de la propuesta realizada por Fernández-Arias (1996).

Las decisiones que toman los agentes económicos en términos productivos también tienen implicaciones sobre los movimientos de capital. Tal y como se resaltó en subapartado anterior, los cambios en el comercio internacional, especialmente en los últimos años, han generado un gran volumen de recursos que provienen del superávit de la cuenta corriente de varios países emergentes. Dicho fenómeno también ha incrementado el nivel de liquidez de la economía global.

Otro de los motivos por los cuales se han incrementado los movimientos internacionales de capital son las facilidades que tienen los agentes del mercado para aprovechar las diferencias de regulaciones entre países, que se ven reflejadas tanto en términos de requisitos o exigencias para el funcionamiento como también en el componente fiscal (Sanabria y Medialdea, 2013). Como consecuencia, los agentes económicos (bancos comerciales, fondos de inversión, empresas multinacionales etc.) tienen incentivos para colocar sus capitales en un país diferente al de residencia, lo que les permite obtener mayores beneficios.

Por otra parte, los avances en la informática, las telecomunicaciones y la actuación de las entidades multilaterales han dado paso a un crecimiento acelerado del sector financiero (Hopenhayn, 1995; Greenspan, 1999; Krugman *et al.*, 2014). En cuanto al papel de la tecnología, se generan dos efectos: de un lado, hay una reducción de los costos de transacción, que permite que se aprovechen los pequeños diferenciales de rentabilidad, como sucede en el mercado de divisas, y del otro, los agentes económicos tienen mayor información disponible, lo que les permite optimizar sus decisiones en términos de inversión (Greenspan, 1999).

El incremento de los flujos financieros internacionales que se ha dado en las últimas décadas también se puede explicar desde una visión marxista. Desde este enfoque, la crisis de la economía real en los países desarrollados originada en los años setenta tiene que ver con la sobreproducción y la sobreacumulación de capital (Sanabria y Medialdea, 2013). Dicho fenómeno habría implicado una caída de la rentabilidad del capital, que a su vez reforzó la necesidad de que los inversionistas buscaran refugio en los mercados financieros (nacionales e internacionales). Además, habría favorecido la propagación de los capitales de los países desarrollados más allá de las fronteras nacionales (Hopenhayn, 1995; Sanabria y Medialdea, 2013).

- Factores internos (*pull factors*)

Para Hernández *et al.* (2001), a pesar de la importancia de los factores externos, en el largo plazo, los factores internos son determinantes para la entrada de capitales en un país. Según estos autores, las tasas de ahorro e inversión, el crecimiento del PIB, el nivel de endeudamiento y el grado de incertidumbre macroeconómica, se consideran como factores fundamentales. Por esta razón, como lo señalan Goldstein (1995), García (2002) y Kose *et al.* (2009), las medidas de política económica aplicadas por los países en materia fiscal, monetaria y cambiaria, y los procesos de liberalización financiera, también habrían contribuido a incrementar las entradas de capital en los países en desarrollo. La explicación estaría en que estas reformas terminan afectando la confianza de los inversionistas, quienes aumentan sus expectativas de rentabilidad (Calvo *et al.*, 1996).

Por las razones anotadas, desde finales de la década del ochenta e inicios de los noventa, muchos países en desarrollo tomaron una serie de medidas cuyo objetivo fundamental fue mejorar el ambiente macroeconómico. Dichas medidas incluyeron: compromisos en materia de inflación, la reducción del déficit fiscal, la eliminación de la mayoría de las restricciones a

los movimientos comerciales y financieros, la adopción de esquemas cambiarios más flexibles, y en algunos casos, la fijación de un ancla cambiaria etc. Al final, el objetivo fue generar un entorno más favorable para el ingreso de los flujos internacionales de capital.

En materia cambiaria, la liberalización financiera y la desregulación de los flujos privados de capitales, fundamentalmente después del colapso del sistema de Bretton Woods, dio paso a la adopción gradual de tipos de cambio flexibles en la mayoría de los países desarrollados, y posteriormente en varios países en desarrollo. Dichos cambios dinamizaron el mercado de divisas al incorporar el riesgo cambiario como un elemento a considerar en las decisiones de los agentes económicos (Sanabria y Medialdea, 2013). Bajo estas condiciones, el mercado de divisas se convirtió en una actividad muy relevante dentro del mercado internacional de capitales (Krugman *et al.*, 2014).

En el sector público también se entendió la importancia del acceso a los mercados de capital. Y no es algo nuevo. Precisamente, desde los años setenta, cuando varios países incurrieron en altos niveles de déficit fiscal, además del déficit en la cuenta corriente, se buscaron alternativas para su financiamiento. En el marco de los planteamientos monetaristas, donde se señala a la expansión monetaria como una de las causas de la mayor inflación, se configura un nuevo mercado que es el de la deuda pública (Sanabria y Medialdea, 2013). En el caso de América Latina, inicialmente por la abundancia de liquidez a finales de los setenta, y posteriormente por las secuelas de la crisis de la deuda de los ochenta, también se fortaleció la necesidad de buscar financiamiento externo por esta vía.

Otro factor que terminó dinamizando el mercado de capitales en los países latinoamericanos fue la privatización de varias empresas públicas durante las décadas de los setenta, ochenta y, fundamentalmente, en los noventa (Kose *et al.*, 2009).

Un cambio importante que se generó en el último cuarto del siglo XX es la mayor participación de los países emergentes como fuente y destino de los movimientos internacionales de capital. Las mayores tasas de crecimiento económico (Ahmed y Zlate, 2014) así como el incremento de los flujos comerciales se convirtieron en un atractivo para los flujos de capital, generando un efecto en las expectativas de rentabilidad (Goldstein, 1995; Calvo *et al.*, 1996; Krugman *et al.*, 2014). El fenómeno que se acaba de describir representa una novedad en el funcionamiento de la economía mundial, dado que el rol de los países en desarrollo siempre había sido el de ser importadores de capital desde los países desarrollados²⁷. Esta nueva configuración en el mercado internacional de capitales generó un mayor grado de interdependencia entre los países, que a la postre ocasionó unas consecuencias que indudablemente terminaron afectando el nivel de VM de los mismos.

B. Flujos financieros y crecimiento económico

Una idea básica dentro de las teorías del comercio internacional es que el incremento de los flujos comerciales entre países genera ganancias para todos los actores que participan en dicho mercado. Además, dicha afirmación sería cierta tanto desde el punto de vista real como financiero. Bajo esta idea, los intercambios de bienes y servicios como de factores productivos resultarían mutuamente beneficiosos para los países (Samuelson, 1962; Greenspan, 1999; Krugman *et al.*, 2014).

²⁷ Esta novedad no cuestiona el hecho de que los movimientos de capital, así como los comerciales, aún con la participación de los países emergentes, todavía están concentrados en los países desarrollados.

Ampliando los argumentos esgrimidos hasta el momento, uno de los beneficios que ofrece el mercado internacional de capitales es que permite la diversificación o administración del riesgo, dando paso a una reducción de la volatilidad de los ingresos que obtienen los agentes económicos (Calvo *et al.*, 1996; Greenspan, 1999). Así pues, dado que hay diferencias entre los activos financieros tanto en términos de sus características, así como en los mercados donde se negocian, los agentes económicos tienen la posibilidad de hacer inversiones con diferentes niveles de riesgo. Al tiempo, dichos agentes pueden optimizar sus decisiones de inversión, colocando sus capitales en aquellos mercados que ofrezcan mayores beneficios. De esta manera, habría ganancias derivadas de una “mejor” asignación de los recursos, permitiendo que los excedentes de ahorro se puedan invertir en diferentes mercados (Hopenhayn, 1995; Greenspan, 1999).

Desde el punto de vista teórico, la búsqueda de una mayor rentabilidad genera movimientos de factores productivos entre países, posibilitando la convergencia de los niveles de renta entre las diferentes economías (Lucas, 1990). En el caso del capital, dicho fenómeno se presenta porque la productividad marginal del mismo es más alta en las economías menos eficientes, dado que la relación de capital por trabajador es menor. Bajo este argumento, habría incentivos para llevar los capitales desde los países ricos hasta los países pobres (Lucas, 1990). Dicho proceso se mantendría hasta que los salarios se igualen.

Bajo el planteamiento descrito, los flujos financieros entrarían a complementar la escasez de ahorro interno²⁸ en los países pobres, reduciendo el costo de capital, e incrementado la inversión (Kose *et al.*, 2009). Los autores también enfatizan en los efectos de transferencia de tecnología y de conocimientos desde las economías avanzadas, especialmente a través de la inversión extranjera directa, además de los beneficios colaterales por medio de canales indirectos, tales como: el desarrollo del sector financiero doméstico, las mejoras de las instituciones y la calidad de las políticas macroeconómicas (disciplina fiscal y monetaria). Desde esta óptica, dichos beneficios representan el principal efecto de la liberalización de la cuenta financiera (Prasad y Rajan, 2008).

Vinculando los elementos descritos, se establece una relación positiva entre los flujos de capital y el crecimiento económico, que para los países en desarrollo representa una oportunidad para mejorar el nivel de vida de sus habitantes (Calvo *et al.*, 1996). No obstante, a pesar de los beneficios potenciales, hay consenso en que los flujos internacionales de capital pueden generar una serie de efectos no deseables en la dinámica macroeconómica de estos países (Greenspan, 1999; Krugman *et al.*, 2014).

En general, los canales a través de los cuales se pueden observar las consecuencias negativas del incremento de los movimientos de capital se encuentran tanto en la economía real como en los mercados financieros. Los cuestionamientos se plantean en varios tópicos: en primer lugar, desde el punto de vista empírico, hay un debate sobre los efectos reales de la liberalización financiera en el crecimiento económico (véase Rodrik, 1998); en segundo lugar, se aduce que la globalización financiera, en vez de reducir el riesgo, ha contribuido a incrementarlo, elevando la fragilidad financiera de los países, y, por tanto, aumentando la probabilidad de ocurrencia de crisis financieras, especialmente en las economías en desarrollo (Oliví, 2002).

²⁸ En una economía abierta, la inversión se puede financiar con el ahorro doméstico, pero también se puede acudir al financiamiento externo. De esta manera, se daría una desconexión entre el ahorro y la inversión nacional (Sanabria y Medialdea, 2013).

Una de las cuestiones que también se aborda dentro de la discusión acerca de los efectos de los flujos de capital en el crecimiento económico es la correspondencia entre la realidad y los beneficios teóricos que se había planteado en la parte inicial de este subapartado. Realizado el balance, se encuentran una serie de fenómenos muy interesantes. Así por ejemplo, en los últimas décadas, especialmente desde los años noventa, una parte significativa de los flujos de capital se ha movido en sentido contrario al planteamiento de Lucas (1990); es decir, los capitales se trasladaron desde los países “pobres” hacia los países “ricos” (Prasad *et al.*, 2007; Kose *et al.*, 2009), y por tanto, el exceso de ahorro de los países emergentes, procedentes del superávit comercial que han venido acumulando, ha sido canalizado hacia la financiación de los países con un saldo deficitario en la cuenta corriente, como es el caso de Estados Unidos. Lucas (1990) sugiere que este fenómeno se debe a las diferencias en las externalidades que genera el capital humano, que serían mayores en los países ricos. Para Reinhart y Rogoff (2004) la explicación estaría más bien en el riesgo de crédito, dada la experiencia de varios países en desarrollo durante las décadas de los ochenta y noventa. En todo caso, esta situación dificulta la convergencia entre los países pobres y los países ricos. Buscando culpables, se entra a revisar si los efectos negativos de la globalización se encontrarían en el funcionamiento de los mercados y los agentes que participan en los mismos (Sanabria y Medialdea, 2013), o, por el contrario, son las políticas erradas de los gobiernos las que generan incertidumbre macroeconómica que posteriormente los puede llevar a episodios de crisis (Greenspan, 1999).

Dado que la mayor parte de los flujos de capital sigue concentrada en los países desarrollados, se cuestiona las bondades de la liberalización financiera en términos de sus efectos en el crecimiento económico en los países en desarrollo, ya que en el plano empírico no habría evidencia de tal vínculo y, si existe, no sería significativo (Rodrik, 1998; Prasad *et al.*, 2005; Prasad y Rajan, 2008; Kose *et al.*, 2009); o por lo menos no genera un crecimiento más rápido respecto a los países que no hayan tomado dichas medidas (Prasad *et al.*, 2007).

Prasad *et al.* (2005) señalan que la mayor integración financiera podría generar un incremento de la volatilidad del consumo y de la producción. De hecho, la evidencia empírica muestra que durante las décadas de los 80 y 90, donde se dieron fuertes procesos de apertura, se incrementaron los episodios de crisis en los países emergentes, con unos costos muy elevados en términos productivos (Banco Mundial, 2006).

Dados los cuestionamientos hacia la liberalización financiera y las repercusiones en términos del crecimiento económico, habría que examinar los factores que no hacen posible que se generen los resultados esperados. En el caso de los países en desarrollo, el problema estaría en la debilidad de los mercados financieros domésticos (Prasad *et al.*, 2007; Krugman *et al.*, 2014).

Para Prasad *et al.* (2005), las ganancias de la liberalización financiera dependen de la capacidad de absorción de los países. Para los autores, es fundamental la calidad de las instituciones (reglas de juego, niveles de transparencia y capacidad de regulación y supervisión financiera) y la estabilidad macroeconómica, que son factores que están asociados a la gestión de los gobiernos.

Los efectos esperados por la liberalización financiera también disminuyen porque la entrada de capitales genera presiones sobre el tipo de cambio (apreciación), con lo cual, habría una reducción de las exportaciones y un incremento acelerado del consumo de bienes importados (Prasad *et al.*, 2007; Mankiw, 2014). De hecho, gran parte de los flujos financieros son

utilizados para financiar el déficit en la cuenta corriente. Como resultado, el ahorro externo termina expulsando al ahorro interno (Calvo *et al.*, 1996).

Por otra parte, Krugman *et al.* (2014) apuntan que los beneficios de la apertura financiera se han reducido como fruto de la acumulación de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo. Debido a este fenómeno, el capital termina acumulándose en diversos tipos de activos financieros. En esta medida, el ahorro externo deja de direccionarse hacia la actividad productiva.

Para Rodrik (1998), en principio, cuando se hace referencia a las ganancias del comercio internacional, no se puede comparar los mercados de bienes y servicios con los mercados financieros. Los primeros serían más eficientes y predecibles, aunque no son perfectos. En contraste, en los mercados financieros hay fallos de mercado potenciados por la asimetría en la información. En este contexto, los flujos de capital pueden ocasionar un incremento de la volatilidad en los mercados financieros y efectos de contagio. Dicho fenómeno se explica porque los movimientos internacionales de capital, de forma recurrente, están sometidos a ciclos de auge y crisis, los cuales, en un marco de mayor interdependencia entre los mercados, tienden a exacerbarse. En estos términos, la globalización financiera se ha convertido en una fuente de inestabilidad macroeconómica y financiera (Banco Mundial, 2006; Krugman *et al.*, 2014), no solamente para las economías en desarrollo sino también para los países desarrollados.

García (2002) identifica los vínculos a través de los cuales la entrada de capitales puede desencadenar en episodios de inestabilidad macroeconómica y financiera²⁹ en los países en desarrollo. En el primer caso, como ya se mencionó, el incremento de los flujos de capital puede llevar a una apreciación cambiaria que termina reduciendo la competitividad de la economía y estimulando el consumo de bienes importados, lo que conduce a un deterioro del saldo de la cuenta corriente y a un efecto negativo en términos de la producción (por la vía de las exportaciones). A la vez, la entrada de capitales puede desencadenar una expansión del crédito interno, ocasionando un incremento de la demanda sobre los bienes no comercializables, lo que podría generar presiones inflacionarias.

En el caso de la inestabilidad financiera, dicho fenómeno se daría porque los bancos, dadas las condiciones de incertidumbre e información asimétrica, que se ven empeoradas como fruto de la globalización financiera, tienen mayores dificultades para gestionar el riesgo. Para los agentes económicos, bajo unas condiciones proclives al riesgo moral y a la selección adversa, se generaría una asignación ineficiente de los recursos, asumiendo niveles de riesgos muy elevados y, por tanto, incrementado la posibilidad de impago. El incumplimiento se daría por las dificultades de liquidez y las fluctuaciones cambiarias. En el caso de la liquidez, los problemas se originan por una desarticulación en tiempo (plazo) entre los pasivos y los activos (nacionales o extranjeros). Y el caso del tipo de cambio, se presenta un descalce entre monedas, ocasionado por las variaciones de la tasa de cambio. De igual manera, teniendo en cuenta las debilidades del sistema financiero nacional en los países en desarrollo, la falta de regulación y supervisión serían elementos que contribuyen a incrementar el nivel de fragilidad financiera (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Olivé (2002) señala que el incremento de la liquidez internacional refuerza los problemas de incertidumbre y asimetría de la información, y de esta manera, aumenta el riesgo. De acuerdo

²⁹ La inestabilidad macroeconómica la relaciona con el recalentamiento de la economía, donde las variables más relevantes son la inflación y el saldo de la cuenta corriente. En cuanto a la inestabilidad financiera, se entiende como la suma de tres tipos de riesgo: crédito, liquidez y cambiario (García, 2002, p. 32).

con la autora, esta situación se presenta porque la globalización financiera afecta la composición y el volumen de los flujos de capital, donde prevalecen las inversiones y pasivos a corto plazo, que terminan siendo más volátiles.

Frente a la dinámica que adoptan los mercados de capitales, la innovación financiera juega un papel fundamental en dos sentidos: en principio, es un factor que incrementa la incertidumbre, por la mayor complejidad y opacidad de los productos, y en segundo lugar, transmite los *shocks* entre distintos mercados de una manera más rápida³⁰ (Sanabria y Medialdea, 2013). Así, cuando hay un cambio en las expectativas de los agentes económicos, dado su poder de mercado y comportamiento gregario, además del carácter especulativo, se incrementan los niveles de vulnerabilidad (Palma, 1998; Ffrench-Davis, 2009a).

Bajo las condiciones anotadas, la inestabilidad del sector financiero, que es una característica intrínseca al mismo, es potenciada por la globalización financiera. En este sentido, la probabilidad de que ocurra un ataque especulativo o una crisis financiera es mayor, incluso en países que muestren unos parámetros macroeconómicos adecuados (Calvo *et al.*, 1993; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Si se asocian los elementos que originan la inestabilidad macroeconómica y financiera, y el papel que han venido cumpliendo en dicho fenómeno los flujos internacionales de capital, se puede entender los efectos de la globalización financiera sobre la producción, y en concreto sobre los ciclos económicos (Ffrench-Davis, 2006). Bajo la tesis de la financiarización, la mayor importancia que adquiere el sector financiero dentro del conjunto de la economía supedita a la economía real y altera su lógica de funcionamiento, debilitando la demanda y, por esta vía, también afecta a la producción (Sanabria y Medialdea, 2013).

A partir de los argumentos señalados, se concluye que, si bien es cierto que las entradas de capital pueden generar beneficios para el crecimiento económico, también incrementan los riesgos, especialmente para las economías en desarrollo. En este sentido, comprender los vínculos a través de los cuales los movimientos de capital dan lugar a la VM y financiera en los países en desarrollo es fundamental en esta investigación. Sin embargo, por ahora, no se va a profundizar sobre estos aspectos dado que el análisis de los mismos se va a realizar en el siguiente apartado. Lo que debe quedar claro es que los flujos internacionales de capital generan una serie de distorsiones que hacen que las economías de estos países sean más proclives a los *shocks* externos; lo cual termina afectando su crecimiento económico, ya sea porque lo reducen, lo hacen más lento o porque incrementan su volatilidad.

1.3. LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA BAJO EL ENFOQUE DE LA MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

El objetivo de este apartado es un hacer un repaso de la literatura acerca del fenómeno de la VM desde el enfoque neoestructuralista, y particularmente a partir de la Macroeconomía del Desarrollo (MD); que es donde están los principales referentes teóricos y metodológicos de esta investigación.

En los dos primeros apartados de este capítulo se resaltó la importancia que tienen los *shocks* exógenos en el ciclo económico de los países en desarrollo, especialmente en aquellas economías cuyas exportaciones están basadas en recursos naturales (véase Ocampo, 2007a; 2011). Luego, la VM, desde el enfoque abordado en esta investigación, está asociada a los

³⁰ Como consecuencia, habría mayor probabilidad de riesgo sistémico y efectos de contagio (Oliví, 2002).

efectos que generan los ciclos comerciales y los financieros sobre los principales agregados macroeconómicos de un país.

Con los elementos señalados en el apartado 1.1., existe una idea general sobre las fuentes y los efectos que genera la VM; no obstante, los mecanismos específicos que hacen que una economía sea más vulnerable todavía no han sido detallados. Bajo este propósito, esta revisión permite dar cuenta de las principales variables que explican los cambios de la VM, que a la vez servirán de base para la elaboración de la propuesta de marco teórico que se presenta en el segundo capítulo de esta investigación.

Este apartado está organizado de la siguiente manera: en una primera parte se describen algunos de los rasgos estructurales de las economías latinoamericanas, cuyas bases permiten comprender la influencia que ejercen los *shocks* externos en la dinámica económica de los mismos. Como se verá más adelante, este es el punto de partida hacia la explicación de la VM. En la segunda parte se abordan las fuentes de VM, destacando la interacción que existe entre los factores externos y los internos. En la tercera parte, buscando explicar los efectos generados por los *shocks* externos, se detalla la manera cómo este tipo de eventos afectan la estabilidad real y los precios macroeconómicos fundamentales. Al final, a partir de entender la dinámica inestable de las variables reales, se describen los efectos generados en el comportamiento del PIB, estableciendo así la relación entre la VM y la dinámica que sigue dicha variable.

1.3.1. Inserción externa y VM

El concepto de VM abordado dentro de esta investigación está ligado a la forma de interpretar el funcionamiento de la actividad económica desde el Estructuralismo Latinoamericano, y particularmente a partir de la visión neoestructuralista. En principio, es importante subrayar que en las dos fases del pensamiento cepalino se resalta la importancia que adquieren los factores exógenos en la explicación del ciclo económico de los países en desarrollo. No obstante, mientras en el Estructuralismo Latinoamericano se destacan los elementos reales, relacionados particularmente con los términos de intercambio, en el Neoestructuralismo se adiciona, como se verá, la importancia que adquieren los flujos internacionales de capital; que en las últimas décadas se han constituido en una de las principales fuentes de inestabilidad macroeconómica, especialmente para los países latinoamericanos (Bielschowsky *et al.*, 2011).

En términos generales, bajo la propuesta estructuralista, la VM se origina a partir del incremento de la interdependencia comercial y financiera entre los países en el contexto de la globalización, que se ve agudizada por la relación asimétrica que muestra dicho vínculo (CEPAL, 2001). Para la CEPAL (2004a), los países en desarrollo se enfrentan a amplias divergencias derivadas de la concentración del capital y del progreso técnico, que se ven reflejadas en los bajos niveles de crecimiento económico que han alcanzado estos países respecto a los resultados obtenidos en las economías desarrolladas.

Desde el enfoque estructuralista, la superación del subdesarrollo depende de dos factores: de la capacidad de reducir la brecha tecnológica y de transformar la estructura productiva periférica (Prebisch, 1949; Sunkel, 1971; Ocampo, 2001), y de modificar la posición dentro del sistema capitalista mundial (Ocampo, 2001). En otras palabras, el desarrollo económico solamente es posible en la medida que se reduzcan las asimetrías internacionales, que implica, entre otros requisitos, diversificar y aumentar tanto el ritmo de producción para el mercado interno como el de las exportaciones (Prebisch, 1949; Sunkel, 1971). Para alcanzar estos

objetivos, el Estructuralismo latinoamericano, inicialmente, apostó por la industrialización, donde el progreso técnico es exógeno. Más adelante, en la fase neoestructuralista, se adhirió un núcleo endógeno basado en la innovación, la creatividad y el aprendizaje (visión shumpeteriana), con lo cual, se pasó desde el desarrollo hacia adentro, típico de las décadas de los 50 y 60, hasta el desarrollo desde dentro, que es la propuesta de la *Transformación productiva con equidad* (véase Fajnzylber, 1983, 1990; CEPAL, 1990; Sunkel, 1991; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009).

Bajo el marco expuesto, el subdesarrollo se puede explicar tanto por los factores internos como también por elementos exógenos de orden internacional que tienden a “generar o reproducir las desigualdades existentes” (CEPAL, 2002, p. 88). Siguiendo el segundo planteamiento, que es la línea de trabajo de la CEPAL, las asimetrías a las cuales se enfrentan los países periféricos en el contexto global inciden notablemente en el grado de vulnerabilidad externa y en la inestabilidad del crecimiento económico, a la vez que tienden a agudizarse por el mayor volumen y volatilidad de los flujos de capital que se ha presentado en las últimas décadas (CEPAL, 2001, 2004a; Di Filippo, 2009; Bielschowsky, 2009; Bielschowsky *et al.*, 2011). Por tanto, en este marco estructuralista, la VM se ve reforzada por el contraste entre las características productivas, sociales, institucionales y de inserción internacional de los países en desarrollo y las que muestran las economías de los países centrales (Bielschowsky, 2009).

Para la CEPAL (2002), hay tres asimetrías en el ordenamiento internacional: “la altísima concentración en los países desarrollados del progreso técnico” (p.88), “la mayor vulnerabilidad macroeconómica de los países en desarrollo ante los choques externos” (p. 91), y “el contraste entre la elevada movilidad de capitales y la restricción de los desplazamientos internacionales de mano de obra, especialmente de la menos calificada” (p. 92). Para los efectos de esta investigación, el efecto conjunto de la existencia de tales asimetrías es fundamental para entender la vulnerabilidad a la cual se enfrentan los países en desarrollo. Y aunque hay algunos aspectos que no se abordan de manera específica dentro de esta investigación, como por ejemplo las diferencias tecnológicas entre países y sus efectos en la estructura productiva y en la inserción comercial, hay que tener en cuenta que estos son factores transcendentales para entender su dinámica macroeconómica.

Dadas las condiciones asimétricas de inserción comercial y financiera, y las especificidades de la estructura productiva de los países latinoamericanos, el tema de la VM ocupa un lugar central tanto en el Estructuralismo Latinoamericano como en el Neoestructuralismo (Bielschowsky, 2009; Pérez, 2015a). Para enfrentar este problema, desde un inicio, este enfoque ha defendido la necesidad de incrementar el ritmo de crecimiento de la economía y la diversificación la producción. Así pues, se entiende que el crecimiento económico debe ir acompañado de cambios en la estructura productiva, que conlleven a su vez a transformaciones en el patrón de inserción comercial, de tal manera que se incremente la competitividad sistémica (Cimoli, 2005; Bielschowsky, 2011). Bajo este planteamiento, solamente con estas modificaciones es posible reducir el grado de vulnerabilidad externa a la cual se han visto sometidos históricamente estos países.

En la misma línea que se expuso en el segundo apartado de este capítulo, se acepta que el comercio exterior puede aportar al crecimiento económico, pero que esto es posible siempre y cuando se cambie el patrón de inserción comercial ligado a la explotación de recursos naturales, que ha sido la característica histórica de la especialización productiva de los países latinoamericanos (Cimoli, 2005). Para Bielschowsky *et al.* (2011), no solamente consiste en

exportar más, sino también en mejorar la calidad de la inserción, concentrándose en actividades que sean capaces de generar mayores efectos sobre la estructura productiva.

Los sectores más dinámicos son aquellos que están ligados a la producción de bienes y servicios, donde se da “agregación de conocimiento” (CEPAL, 2004a; Cimoli, 2005; Rodríguez, 2006). Si el patrón de inserción comercial se mantiene, el crecimiento económico queda limitado por la debilidad de las relaciones intersectoriales³¹ (encadenamientos), la persistencia de la vulnerabilidad externa y la inestabilidad macroeconómica (Bielschowsky, 2009); que se agudizan gracias a las características de los movimientos internacionales de capital en estos países, cuya influencia se ha venido intensificando en las últimas décadas.

A pesar de que la preocupación por las características de la inserción comercial y financiera de los diferentes países siempre ha estado presente en el Estructuralismo Latinoamericano, el análisis de la VM se profundizó bajo el contexto de los cambios que se emprendieron en la economía mundial a partir de la década de los setenta, donde se empezaron a observar modificaciones importantes en la dinámica de los flujos comerciales y financieros internacionales. Además, en el contexto latinoamericano, se aplicaron las principales medidas tendientes a reorientar las políticas de apertura y desregulación (Bielschowsky, 2009).

En la década de los noventa, el incremento de la volatilidad de los flujos de capital obligó a los gobiernos de los países latinoamericanos a colocar mayor atención a los efectos macroeconómicos que podían causar dichos movimientos, entendiendo las características que adoptan los mismos en las economías en desarrollo (véase apartado 1.2).

Por los motivos mencionados, en la etapa neoestructuralista se destaca la preocupación por la gestión macroeconómica y financiera de corto y mediano plazo, donde se reconoce la importancia de los elementos estructurales, pero también se considera la necesidad de enfatizar en algunos aspectos macroeconómicos como la inflación, el déficit fiscal y la deuda (Bielschowsky *et al.*, 2011).

Bajo la influencia keynesiana, el Neoestructuralismo rescata la importancia de la estabilidad simultánea de los precios (estabilidad nominal), el crecimiento económico, la inversión y el empleo (estabilidad real) (Ffrench-Davis, 2005; Ocampo, 2007b; Bielschowsky, 2009). Desde esta perspectiva, la estabilidad en el entorno macroeconómico resulta fundamental en el objetivo de generar cambios en la estructura productiva, que a su vez posibiliten un mayor nivel de acumulación y crecimiento económico (CEPAL, 1990; Ocampo, 2005). Bajo este planteamiento, todos aquellos factores que afecten la estabilidad macroeconómica (nominal y real) de un país se convierten en gérmenes de VM.

Una vez descritos algunos de los aspectos que son determinantes para entender la VM de los países en desarrollo, y particularmente de los latinoamericanos, se pasa a abordar de manera específica los elementos que la explican. Para los efectos de esta investigación, se muestran por separado los dos canales que dan lugar a la influencia de los factores exógenos en la dinámica macroeconómica de estos países. Bajo los mismos argumentos que se presentaron en el apartado anterior, inicialmente, se examina el papel que juega el canal comercial y, posteriormente, se aborda el estudio del canal financiero. No obstante, como se podrá observar más adelante, hay una conexión muy fuerte entre los dos.

³¹ Desde el Estructuralismo Latinoamericano se sostiene que el progreso técnico no se distribuye de la misma manera ni a nivel de países ni sectores (Rodríguez, 2006). Por esta razón, aunque en todas las ramas de la actividad económica se puede incorporar la tecnología, hay algunas cuyos efectos difusores son mayores.

En suma, tanto la vía real como la financiera representan los canales a través de los cuales se transmiten los efectos de los *shocks* externos hacia las economías en desarrollo. El grado de sensibilidad de estas economías ante este tipo de fenómenos y las consecuencias que se pueden generar en su dinámica macroeconómica como resultado de los mismos es la muestra del nivel de vulnerabilidad al que están sometidos estos países.

1.3.2. Fuentes de VM

Como se mencionó en el primer apartado de este capítulo, a partir de los planteamientos estructuralistas y neoestructuralistas, la VM se origina por la conjunción de factores externos e internos. En este marco, mientras la VM se explica por el grado de exposición de una economía ante los efectos que pueden generar los ciclos externos, se acepta que los mismos pueden ser amplificados o disminuidos por el manejo de la política económica y los rasgos de la estructura productiva de cada país. Teniendo en cuenta los elementos mencionados, este subapartado inicia abordando las fuentes externas de la VM para luego dar paso hacia el estudio de las fuentes internas.

A. Fuentes exógenas de VM

Uno de los temas centrales dentro del pensamiento de la CEPAL ha sido el manejo de las vulnerabilidades externas en países cuyas economías están sujetas a lo que Ocampo (2011; 2012) ha denominado como la “dominancia de la balanza de pagos”. “La dominancia de la balanza de pagos se define como un sistema macroeconómico en el que la dinámica macroeconómica de corto plazo está determinada esencialmente por choques externos financieros y de términos de intercambio, ya sean positivos o negativos” (Ocampo, 2012, p. 1).

Para Ocampo (2012), el problema de los ciclos externos (comerciales y financieros) es que estos ejercen un efecto procíclico sobre el comportamiento de la demanda agregada. Para el autor, las consecuencias macroeconómicas derivadas de los *shocks* exógenos se pueden observar en la dinámica de distintas variables, tales como: las exportaciones, la disponibilidad y acceso al financiamiento internacional, las tasas de interés internas y el tipo de cambio.

Las fluctuaciones de los términos de intercambio no solo afectan la demanda agregada sino también la estructura productiva. En el primer caso, los efectos se pueden ver en las variaciones de cada uno de los componentes de la demanda, las cuales se transmiten a través de diferentes variables, y particularmente por medio del tipo de cambio. En cuanto a las consecuencias sobre la estructura productiva, las modificaciones en los términos de intercambio originan un proceso de reasignación de recursos a nivel sectorial, ocasionando graves distorsiones en las diferentes actividades económicas, que en buena parte de los casos son irreversibles.

Desde el punto de vista financiero, las fases de auge y crisis que caracterizan a los ciclos de financiamiento externo terminan incrementando los riesgos de las inversiones en los mercados de capitales debido a sus propiedades de volatilidad y contagio (Ocampo, 2002, 2007b). Como resultado de este fenómeno, los países en desarrollo en donde se liberalizó la cuenta financiera y los mercados domésticos en las últimas décadas quedaron expuestos al comportamiento procíclico de los flujos de capital (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

En lo microeconómico, muchos de los activos que se negocian en los mercados financieros son percibidos como riesgosos ya que están sujetos a cambios en el apetito de riesgo por

parte de los inversionistas (Ocampo, 2007b, 2012). Además, contrario a lo que se pensaría de los flujos de capital, en el sentido que van a generar cierta disciplina, la dependencia del financiamiento externo ha ocasionado que la política fiscal y la monetaria terminen siendo procíclicas, incrementando la inestabilidad macroeconómica real, así como los riesgos de balance durante las épocas de euforia, que en algunos casos han llevado a crisis financieras (Ocampo, 2007b, 2012).

La importancia adquirida por la cuenta financiera en la determinación del ciclo económico de los países en desarrollo, fundamentalmente desde los años setenta, muestra una nueva fuente de vulnerabilidad para sus economías (Ocampo, 2012). El problema está en que los movimientos financieros están sujetos a periodos de abundancia y escasez, que en muchos de los casos están desligados de los fundamentos macroeconómicos de cada país (Calvo *et al.*, 1993; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2007b, 2012). De esta manera, cualquier país puede verse “amenazado” por una corriente de capitales que poco a poco lo puede colocar en una situación de alta fragilidad.

Para Ffrench-Davis (2005, p. 11; 2010, p. 16) es posible que un país con unos indicadores “sanos” fácilmente se traslade hacia “zonas de vulnerabilidad”. De acuerdo al autor, dichas zonas mostrarían las siguientes características: i) aumento de los pasivos externos de corto plazo; ii) auge crediticio interno; iii) alto déficit de la cuenta corriente; iv) apreciación cambiaria; v) descalces cambiarios y de plazos de vencimiento, y vi) los altos precios de los bienes raíces; vii) altos coeficientes precio/utilidad bursátil; y viii) bajos coeficientes de inversión productiva. En la medida en que un país ingrese con mayor profundidad a dichas zonas de vulnerabilidad, la probabilidad de sufrir una crisis es mayor (Ffrench-Davis, 2005, 2010).

Las características que adoptan los flujos internacionales de capital en los países en desarrollo representan un gran riesgo para sus economías en la medida que fácilmente se pueden revertir (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2010). Como se advirtió en el apartado 1.2, las secuelas que se pueden generar sobre la economía de un país pueden ser muy grandes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Además, este tipo de inversiones restan recursos a la actividad productiva, lo que ocasiona una disminución de la formación de capital y un incremento de la inestabilidad macroeconómica real.

Además, aunque los flujos financieros se dirijan hacia la formación bruta de capital, pueden estar originando cierto tipo de vulnerabilidades cuando se invierten en bienes no transables (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005). El problema se genera porque los inversores van a necesitar repatriar sus beneficios, generando una mayor presión sobre la cuenta corriente, que se hace más evidente durante los periodos de escasez de financiamiento externo.

Las dificultades también pueden originarse por el comportamiento del tipo de cambio. Dadas las características de las economías en desarrollo y las asimetrías a las que se enfrentan en el mercado global, los agentes económicos pueden incurrir en descalces tanto en moneda como en plazos (Ocampo, 2012). Los efectos serán mayores dependiendo del deterioro que hayan sufrido los balances, particularmente los privados, una vez que se agote la fase de auge e inicie la contracción económica (Marfán, 2005; Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2010).

La VM originada por los flujos financieros se gesta durante las fases de auge y muestra las consecuencias negativas en los periodos de crisis. Los efectos riqueza e ingreso, así como la liquidez de los activos, permiten a los agentes económicos acceder fácilmente a la

financiación tanto del consumo como de la inversión (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2002, 2007b).

Desde el punto de vista microeconómico, las fases de auge llevan a un mayor nivel de endeudamiento por parte de los agentes económicos privados, así como del sector público, que es posible financiarlo gracias a la conjunción de varios factores: reducción de las tasas de interés internas, apreciación cambiaria, mayor disponibilidad de financiamiento externo, crecimiento económico, incremento en la demanda agregada, y, en general, la prevalencia de expectativas positivas.

Las fases de auge de los ciclos de financiamiento externo, fundamentalmente desde los años noventa, han generado fuertes desequilibrios macroeconómicos en las economías en desarrollo, especialmente en el caso del tipo de cambio (apreciación cambiaria) y la balanza exterior (déficit en la cuenta corriente), así como incrementos en los precios del mercado bursátil y una expansión del crédito doméstico (Ffrench-Davis, 2015). El problema se genera en el momento en que dichos desequilibrios se vuelven insostenibles y dan lugar a ajustes recesivos (véase Ffrench-Davis, 2005, 2010, 2015).

La abundancia de capitales también puede generar un desplazamiento o sustitución del ahorro nacional por parte del ahorro externo (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2005), entendiendo de esta manera que gran parte de los flujos que ingresan a las economías en desarrollo no necesariamente se dirigen hacia la inversión productiva sino al consumo y a las actividades especulativas (Ffrench-Davis, 1996, 2005, 2010; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

En el caso de América Latina, para la década de los noventa, Ffrench-Davis y Ocampo (2001, p. 28) destacan la desconexión entre las corrientes de capital y la inversión efectiva. Para entender este problema, es importante observar los cambios que se han venido dando desde los años setenta en la composición de los flujos internacionales de capital. Así pues, mientras en los primeros años predominaron los recursos de crédito, en las últimas décadas han primado los capitales de portafolio, que en su conjunto son más reversibles (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005). La prevalencia de este fenómeno, en primer lugar, reduce los efectos que se pueden generar en el crecimiento económico, y, en segundo lugar, aumenta la presión del gasto, especialmente de bienes importados. Por esta vía, los flujos de capital terminan actuando como un mecanismo procíclico, constituyéndose de esta manera en una fuente de VM.

Dados los argumentos presentados hasta el momento, son varias las distorsiones que pueden ocasionar los flujos financieros sobre el comportamiento de las variables reales en los países en desarrollo, lo que también cuestiona sus principales beneficios. En estos términos, a pesar de que los movimientos de capital entre países, desde el punto de vista teórico, pueden contribuir a una convergencia en los niveles de renta e incrementar la eficiencia en la asignación de recursos y, en general, aportar al crecimiento económico, la realidad no necesariamente coincide con estos presupuestos.

En resumen, tanto las fluctuaciones de los términos de intercambio como de los flujos de capital tienden a generar una serie de distorsiones en la demanda agregada y la estructura productiva de los países en desarrollo. Los efectos se pueden visualizar, inicialmente, en la inestabilidad de los principales agregados macroeconómicos (demanda y oferta agregada) y los precios (tasas de interés y tipo de cambio), y posteriormente en el comportamiento del PIB, tanto en el corto como en el largo plazo.

Así entonces, se reafirma la importancia de la dominancia de la balanza de pagos para explicar el rol que juegan los flujos financieros internacionales y los términos de intercambio en la inestabilidad macroeconómica de los países en desarrollo, tales como los latinoamericanos (Ffrench-Davis, 2010). Por tanto, desde el enfoque descrito, tanto los ciclos comerciales como los financieros son las dos fuentes básicas de la VM a la cual están sometidas este tipo de economías.

B. Fuentes endógenas

Por razones de naturaleza expositiva, se han separado las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica entre endógenas y exógenas. No obstante, como se mencionó al inicio de este apartado, la realidad es que hay una interacción constante entre las mismas³². Por tal razón, una referencia importante dentro del enfoque que se está abordando dentro de esta investigación es que la política económica y la estructura productiva, que son las fuentes de vulnerabilidad endógenas, están relacionadas plenamente con los ciclos externos.

Desde el enfoque neoestructuralista, no se puede hablar de una reducción en el grado de exposición de un país ante los efectos generados por los *shocks* externos sin tener en cuenta las características de su estructura productiva. Bajo esta perspectiva, los cambios que se pueden generar en la misma son fundamentales para enfrentar la vulnerabilidad externa. Además, dichas transformaciones representan el motor de crecimiento económico para este tipo de países (Ocampo, 2011)³³.

Más allá de los cambios en la estructura productiva, otro de los aspectos que resulta trascendental en el propósito de enfrentar la VM es el manejo de la política económica. Para Ocampo (2011, 2012), el papel de la política económica, entendida como una serie de instrumentos anticíclicos con que cuentan los gobiernos, es enfrentar los efectos adversos que se pueden generar como resultado de las fluctuaciones de los flujos financieros internacionales y de los términos de intercambio. En este sentido, la política económica, efectivamente, puede incidir en el nivel de VM de un país.

Una de las funciones primordiales de la política económica en los países en desarrollo es enfrentar las restricciones de la balanza de pagos, es decir, moderar los choques de oferta (Ocampo, 2011, 2012). Además, debe servir para evitar distorsiones en variables fundamentales como las tasas de interés, el tipo de cambio, la demanda agregada, la composición del gasto entre consumo e inversión, y la producción de bienes transables (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001). Para alcanzar estos objetivos, los instrumentos de política económica (monetaria, fiscal y cambiaria) deben seguir un patrón de manejo anticíclico (Ocampo, 2011, 2012).

A pesar de los argumentos señalados hasta el momento, lo que se plantea desde el enfoque neoestructuralista es que la gestión macroeconómica en los países en desarrollo, y particularmente en los latinoamericanos, no sigue dichos presupuestos. En estos países, dadas sus asimetrías en el orden internacional y los problemas estructurales que los caracteriza, la presión de los ciclos externos insta a los gobiernos a adoptar medidas de carácter procíclico (CEPAL, 2001; Ocampo y Ffrench-Davis, 2001; Ocampo, 2011), que al

³² La interacción también se da al interior de las fuentes exógenas al igual que entre las fuentes endógenas.

³³ Ocampo (2011) señala que en el caso de los países desarrollados el motor del crecimiento económico es el cambio tecnológico. Esto no sucedería con los países en desarrollo puesto que esta variable es exógena.

final hacen que los agregados macroeconómicos sean más susceptibles ante la ocurrencia de *shocks* externos.

Debido al tipo de manejo de la política económica, los gobiernos terminan renunciando al uso contracíclico de sus instrumentos de intervención tanto en materia cambiaria, monetaria como fiscal.

En términos de la política cambiaria, a partir de la implementación de los tipos de cambio flexibles, la absorción de los *shocks* externos queda atada al tipo de cambio; con las distorsiones que esta variable genera tanto en la demanda agregada como en la oferta productiva. Por esta razón, en el marco de una economía abierta, es fundamental entender que el tipo de cambio adopta un papel superlativo (Ocampo, 2011), y, por tanto, debería ser un objetivo explícito de la política macroeconómica (Ocampo, 2007a). No obstante, lo que se observa en las últimas décadas es que la gestión cambiaria no ha estado dentro de las prioridades de las autoridades.

En el caso de la política monetaria, esta ejerce su rol procíclico a través de su principal instrumento de intervención que es la tasa de interés de corto plazo (Ocampo, 2012). En las fases de auge, las autoridades monetarias pueden reducir la tasa de interés de política monetaria en un escenario donde no hay mayores presiones para el incremento de la inflación (Ocampo, 2005, 2012). Asimismo, el contexto económico posibilita una mayor disponibilidad de financiamiento (interno y externo) tanto en cantidades como en plazos (más amplios) (CEPAL, 2001).

La expansión desbordada del endeudamiento genera varias consecuencias. Uno de los problemas es que buena parte del crédito se destina al consumo y no a la inversión productiva (CEPAL, 2001; Ffrench-Davis, 2010). Por otra parte, la mayor disponibilidad de financiamiento afecta a los balances de los agentes económicos. Durante las fases alcistas, las hojas de balance de las familias y las empresas aparentemente no muestran signos de debilidad. No obstante, cuando el ciclo económico cambia de sentido se empiezan a visualizar las dificultades para cumplir con sus obligaciones, y solo en ese momento se dimensiona la magnitud de los desequilibrios.

Por las razones esbozadas, el manejo de la tasa de interés de política monetaria es uno de los principales problemas para las economías en desarrollo. Dadas las asimetrías a las que se enfrentan estos países en el sistema monetario y financiero internacional, las tasas de interés domésticas quedan ligadas a las tasas externas (Ocampo, 2002). Por tal motivo, los países en desarrollo alteran sus tasas de interés independientemente de la situación macroeconómica; dado que se ven en la obligación de realizar ajustes cuando hay modificaciones a dicha variable por parte de los bancos centrales de los países desarrollados.

Como resultado de lo expuesto, las medidas tomadas por las autoridades en materia de política monetaria terminan siendo contradictorias. Así, mientras en las fases expansivas las tasas de interés de intervención tienden a ser bajas, en las fases recesivas se ven incrementadas. Al final, es en este marco donde se cuestiona la autonomía de la política monetaria y la capacidad contracíclica que realmente puede tener dicho instrumento en este tipo de países (Ocampo, 2002, 2012).

El sesgo procíclico de la política monetaria está fuertemente relacionado con el comportamiento del tipo de cambio. Las fases de auge, donde las tasas de interés de intervención tienden a permanecer relativamente bajas, suelen coincidir con la apreciación

cambiaria, generando de esta manera una expansión adicional del gasto, tanto público como privado (CEPAL, 2001; Ocampo, 2002); que se potencia gracias los efectos derivados de los ciclos externos.

La apreciación cambiaria y su rol en el control de la inflación permite a las autoridades monetarias reducir su tasa de interés de intervención, que a su vez fortalece la demanda de consumo. Como resultado, la acción conjunta tanto de la política monetaria como de la cambiaria termina exacerbando los efectos procíclicos tanto de los ciclos comerciales como de los financieros.

El manejo de la política fiscal también sigue un patrón procíclico. Dicho fenómeno se explica porque, durante los periodos de expansión, los gobiernos tienen mayores facilidades para el acceso al financiamiento externo, dado que los indicadores macroeconómicos muestran cierta estabilidad en términos de inflación y déficit fiscal (Ocampo, 2002). Además de las facilidades en el acceso al endeudamiento, el mayor crecimiento económico permite, a través del incremento en el recaudo tributario, una expansión adicional del gasto (Ocampo, 2002, 2011). La posición procíclica del gasto público todavía es mayor cuando coincide con la mejora en los términos de intercambio, como ha sucedido en América Latina desde mediados de la década de los 2000 (Ocampo, 2011).

Bajo los argumentos esbozados, el manejo macroeconómico de estos países, ante la necesidad de recurrir al ahorro externo, en principio por las dificultades de acceso al capital, pero también por el imperativo de financiar los desequilibrios recurrentes en la balanza de pagos, termina siendo procíclico (CEPAL, 2001). En este sentido, la gestión de la política económica se vuelve permisiva frente el comportamiento de la demanda agregada o del tipo de cambio en las épocas de auge, donde prevalecen las expectativas positivas de los agentes económicos, pero contrasta con las medidas extremadamente restrictivas que se adoptan en los periodos de crisis (Ffrench-Davis, 2005).

Otro de los problemas que muestra el manejo de la política económica es su carácter asimétrico. Así, por ejemplo, el ciclo crediticio tiende a ser más pronunciado en las fases de contracción que en las de expansión, con lo cual termina generando un efecto procíclico. Dicho comportamiento amplifica o robustece las oscilaciones de las variables reales, especialmente en las fases recesivas (Titelman y Pérez, 2015).

Tampoco es cierto que la estabilidad macroeconómica queda garantizada con un tipo de cambio flexible y la apertura de la cuenta financiera, que se utilizaron como indicadores de solidez de una economía durante los procesos aperturistas iniciados en los ochenta. Se pensaba que a partir de las medidas de liberalización era posible atraer un mayor volumen de ahorro externo que permitiría financiar el déficit de acumulación de capital y por tanto reactivar la inversión; con los efectos positivos que esto generaría sobre el crecimiento económico (Ocampo y Ffrench-Davis, 2001; Ocampo, 2012). Bajo esta lógica, se creía que el mecanismo citado generaba equilibrios automáticos en la medida que los precios se ajustarían de acuerdo al comportamiento de la economía, y, por tanto, las autoridades nacionales no tendrían injerencia en los mismos. A su vez, los gobiernos estarían obligados a cumplir con los objetivos nominales para que no haya oscilaciones tan fuertes en los macroprecios (tipo de cambio y tasas de interés reales), así como en los niveles de liquidez.

En la realidad, las autoridades económicas se ven incapaces de enfrentar las fluctuaciones cambiarias porque dichas decisiones afectarían al ciclo económico (Ocampo, 2012). Para el autor, lo que hacen los gobiernos es abandonar sus instrumentos naturales de intervención

que están en la política económica. Con este planteamiento, el autor critica a aquella visión que relaciona la autonomía de la política monetaria, el libre movimiento de capitales y el tipo de cambio flexible. En la práctica, tal autonomía no se podría ejercer; por lo menos en los países en desarrollo.

Los desajustes producidos durante el periodo de auge del ciclo económico, tales como la apreciación de la moneda, el crecimiento excesivo del gasto (público y privado), el déficit en la cuenta corriente, el incremento desmesurado en el precio de algunos activos, además de las distorsiones en la estructura productiva, se hacen evidentes cuando la fase expansiva del ciclo económico se agota (CEPAL, 2001; Ocampo, 2007b). En los países en desarrollo, el cambio de ciclo económico, como se ha mencionado, puede estar ligado a la emergencia de un *shock* exógeno, es decir, a una caída inesperada de los términos de intercambio, a la interrupción repentina de los flujos de capital o a un cambio en las tasas de interés externas.

En la fase decreciente del ciclo económico las tasas de interés terminan incrementándose tanto para los gobiernos como para los agentes privados, lo que frena la expansión del gasto y la demanda agregada, dando lugar, desde luego, a una disminución de la actividad económica (Ocampo, 2005, 2007b). Para el autor, la alternativa de mantener unas tasas de interés bajas no es viable dado que esta decisión implicaría una mayor depreciación de la moneda. Además, en las fases de crisis hay mayor presión para un incremento de los precios y, por tanto, prevalece la necesidad de mantener la estabilidad nominal. Desde luego, tal decisión genera un efecto contractivo.

Durante las fases recesivas también se van a presentar modificaciones en la demanda del gobierno, cuyo efecto termina ahondando la crisis. La reducción del gasto público tendría que ver con varios factores: en primer lugar, con unas expectativas de disminución del recaudo tributario, asociado a la incertidumbre por el comportamiento del PIB (Ocampo, 2012); en segundo lugar, dadas las modificaciones en el contexto internacional, habría un desajuste en el balance estructural del gobierno, entendiéndose que en las fases de auge los gastos permanentes suelen financiarse con ingresos extraordinarios y, por tanto, durante la crisis es necesario hacer la corrección (Ocampo, 2012); en tercer lugar, la depreciación de la moneda también puede generar un incremento en los pagos por concepto del servicio de la deuda externa, que en estos países suele estar denominada en moneda extranjera; y en cuarto lugar, dado que la depreciación de la moneda puede estar ligada a una caída de los términos de intercambio, es posible que se presente una caída en la renta (petrolera, minera o de otros sectores) que obtienen los gobiernos. Debido a la reducción de los ingresos, el gobierno puede abandonar, aplazar y, en algunos casos, disminuir sus inversiones. En este contexto, las fluctuaciones cíclicas reducen la eficiencia del gasto público y por tanto su influencia en el crecimiento económico (Ocampo, 2002, 2012).

Desde el punto de vista macroeconómico, la caída del gasto público disminuye el grado de utilización de la capacidad instalada, generando un desequilibrio en la economía real por la vía de la demanda agregada (Ffrench-Davis, 1996). Al final, con la reducción de la demanda del gobierno, se termina debilitando la inversión productiva (Ffrench-Davis, 1996). Los factores citados anteriormente actúan en sentido procíclico, lo que termina soslayando su capacidad de recuperación y fortalece la inestabilidad macroeconómica real de estos países.

En el marco expuesto, los cambios abruptos en los flujos de financiamiento externo, así como la posición procíclica de las medidas de política económica, terminan alterando los ciclos económicos de los países en desarrollo, generando mayor inestabilidad y volatilidad en las principales variables macroeconómicas (Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2010).

Una vez descritas las fuentes de la VM, donde se pudo destacar la interacción entre los factores externos y los internos, se aborda el análisis de la inestabilidad macroeconómica, que es la medida a través de cual se observan los efectos de la VM tanto en la dinámica cíclica como en el comportamiento del PIB en el largo plazo.

1.3.3. Inestabilidad macroeconómica

En las últimas décadas, una de las preocupaciones más importantes en el contexto de América Latina ha sido los bajos niveles de crecimiento económico alcanzados a partir de la década de los 80, que coinciden paradójicamente con un periodo de reformas o ajustes “estructurales” cuyo objetivo era precisamente reactivar la actividad económica (Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005, 2010). En un contexto externo plagado de grandes turbulencias, especialmente asociado a los movimientos de capitales, la fragilidad macroeconómica de los países ha tendido a incrementarse (Ffrench-Davis, 2005). En este escenario, ha persistido una alta inestabilidad y volatilidad tanto del PIB como de la demanda agregada y unos tipos de cambio y tasas de interés (reales) desalineados, que en su conjunto han afectado notablemente la inversión y, desde luego, el crecimiento económico (Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005).

Las bajas tasas de crecimiento económico en el periodo aperturista han coincidido con la disminución de la inflación, las mejoras en el déficit fiscal y el incremento de las exportaciones. De esta forma, aunque se hayan alcanzado importantes metas en términos nominales o financieros, las variables reales no han mostrado el mismo comportamiento (Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005, 2010). Bajo estas consideraciones, la gestión macroeconómica ha sido deficiente (Ffrench-Davis, 2010).

Desde la Macroeconomía del Desarrollo, la VM se refleja en la persistencia de desequilibrios en las variables reales tales como la producción y el empleo (Ffrench-Davis, 2015), los cuales se generan por el efecto conjunto de las fuentes externas e internas; tal y como se mostró en el subapartado 1.3.2. Este planteamiento está desligado del concepto de estabilidad macroeconómica (nominal) del que se habló hacia los años ochenta (Ocampo, 2005, 2007b).

Desde el enfoque neoestructuralista, la estabilidad macroeconómica tendría que ver no solamente con el control de la inflación sino también con la estabilidad real y la reducción de la frecuencia de los episodios de las crisis financieras (Ocampo, 2005, 2007b). Bajo este planteamiento, cualquier factor que sea proclive a la inestabilidad macroeconómica terminará afectando el crecimiento económico. Así, tanto una inflación elevada como un desequilibrio en una o más variables reales resulta nocivo para el crecimiento económico, que, a su vez, se vuelve inestable y termina generando efectos negativos tanto en la inversión como en la acumulación de capital (Ocampo, 2005, 2007b). Incluso, puede haber un *trade-off* entre el control de la inflación y la brecha del PIB, con lo cual, si se da prevalencia a uno de los dos objetivos, como ha pasado en el primer caso, se pueden estar generando desequilibrios en las variables reales (Ffrench-Davis, 2010).

Ocampo (2007b) hace referencia a los cambios que ha tenido el concepto de estabilidad macroeconómica durante los últimos años. Como señala el autor, bajo la tradición keynesiana, la estabilidad real implicaba un equilibrio tanto interno como externo (p. 8). En el primer caso, se buscaba garantizar tres objetivos fundamentales: pleno empleo, estabilidad del crecimiento económico y precios bajos. Naturalmente, los dos últimos objetivos no son fines últimos en tanto que el primero sí. Con el tiempo, los esfuerzos de la política económica

se concentraron en el equilibrio fiscal y la inflación, abandonando el concepto keynesiano de la estabilidad real (Ocampo, 2007b). Dichos cambios implicaron la eliminación del rol contracíclico de la política económica (Ocampo, 2011, 2012). De este modo, se reconoció que la alta inflación y un elevado déficit fiscal tienen costos, algo que también se acepta desde el Neoestructuralismo, pero a la vez, se hizo hincapié en que la capacidad de la política fiscal para suavizar el ciclo económico tiene límites, con lo que se subestimaron las consecuencias de la inestabilidad real y la efectividad de la gestión de la demanda agregada keynesiana (Ocampo, 2007b).

Para Ocampo (2007b, p.8), la estabilidad macroeconómica debe entenderse en un marco caracterizado por el buen funcionamiento de la economía real, la sostenibilidad de las ratios de la deuda, y la salud de las hojas de balance del sector financiero y no financiero privado. Para el autor, la estabilidad real requiere suavizar el ciclo económico, moderar las tasas de interés de largo plazo y una tasa de cambio competitiva. Por tanto, resulta claro que no es suficiente con alcanzar unos objetivos nominales en variables como la inflación y el déficit fiscal (Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2015; Titelman y Pérez, 2015).

Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, la VM de los países en desarrollo se expresa en la persistencia de una serie de desequilibrios macroeconómicos, donde el papel que juegan los *shocks* exógenos es fundamental. En virtud de ello, se puede asociar la inestabilidad de la producción y del empleo con el carácter de los flujos internacionales de capital y los altibajos de los términos de intercambio (Ffrench-Davis, 2010, 2015). Para entender este fenómeno, se advirtió que los *shocks* externos terminan impactando la demanda agregada, inicialmente por el canal comercial, pero fundamentalmente por el lado de la inversión. Bajo esta lógica, las fluctuaciones de la demanda agregada generarían un efecto contraproducente en el comportamiento del PIB, haciéndolo más volátil (Ffrench-Davis, 2010). Al final, lo que el autor plantea es que las variaciones de la demanda agregada, muy marcadas entre las fases de auge y crisis, tienden a ser mayores que las del PIB. Dado el rol que juegan los factores externos, dicha volatilidad es la que genera la VM de este tipo de economías.

Si el análisis se hace en sentido inverso, la inestabilidad en el comportamiento del PIB, que, como se ha mencionado, ha estado explicada por los cambios en los ciclos financieros internacionales, y en los últimos años, por la dinámica de los términos de intercambio, además del carácter procíclico de la política económica en estos países, también termina afectando el comportamiento de la demanda agregada, la inversión productiva, la calidad del empleo, “el tipo de cambio y las expectativas de los agentes económicos” (Ffrench-Davis, 2015, p. 136).

Para Ffrench-Davis (2015), la elevada inestabilidad de la economía real genera subutilización del PIB potencial, que unida a la existencia de mercados de factores incompletos y un bajo nivel de productividad total, reduce la tasa de inversión productiva. Así, la inestabilidad real genera un efecto negativo sobre la inversión, la reduce (Ffrench-Davis, 2015). Ahora, si el crecimiento económico depende de la inversión, y esta tiende a ser baja e inestable, va a ser difícil crecer a tasas altas y sostenidas.

La inestabilidad macroeconómica se puede observar en la alternancia y rapidez con que se generan las expansiones y las recesiones (Pérez, 2015a), lo cual conlleva a que la producción efectiva se ubique por debajo de la potencial, generando además una volatilidad de los precios macroeconómicos; y particularmente del tipo de cambio. Además, dicha situación puede

llevar a una falta de liquidez en el mercado crediticio y a grandes oscilaciones en las cuentas externas (Titelman y Pérez, 2015).

Además de los elementos señalados, la inestabilidad macroeconómica se encuentra en la raíz u origen de determinadas asimetrías, que se acentúan dependiendo del nivel de desequilibrio macroeconómico. Al respecto, Ffrench-Davis (2015) destaca la existencia de varias asimetrías recesivas y regresivas, analizando con especial atención tres de ellas: i) la brecha recesiva y la formación de capital, ii) la inestabilidad cambiaria y el desarrollo productivo y iii) la generación de empleos de calidad y la inestabilidad de la economía real.

En el primer caso, la inestabilidad macroeconómica actúa como depresora de la productividad total de los factores (PTF) y del empleo, y, además, incrementa la brecha del PIB (Ffrench-Davis, 2010, 2015). En el segundo caso, los efectos del tipo de cambio se pueden observar en las distorsiones que generan los movimientos de esta variable sobre la estructura productiva y la calidad de las exportaciones. Como resultado, hay una pérdida de competitividad tanto desde el punto de vista cambiario, por los largos periodos de apreciación en las fases de auge de los ciclos externos, como por la falta de diversificación de las exportaciones. Así, en un escenario de inestabilidad real, hay mayores incentivos para la inversión especulativa, lo cual termina perjudicando el crecimiento económico, con efectos significativos en la equidad y en el empleo (Ffrench-Davis, 2015). Para Ffrench-Davis (2015, p. 137):

“La mencionada inestabilidad de la economía real implica que, en contextos recesivos, el PIB efectivo puede estar muy por debajo del PIB potencial durante largos periodos, lo que afectaría su evolución futura, debido a su efecto depresor en la inversión productiva, el empleo y la innovación. En cambio, en los periodos de auge, es evidente que la frontera productiva establece un límite a la recuperación del PIB efectivo; el PIB efectivo solo puede superar al PIB potencial coetáneo durante periodos breves. Naturalmente, durante la recuperación, el PIB efectivo suele crecer más rápidamente que el PIB potencial, pero no se equipara con el mientras no se logre el pleno empleo. La brecha entre ambos es lo que se denomina “brecha recesiva”, ya que indica una subutilización del capital y el trabajo disponibles. El hecho de que, en contextos de una marcada inestabilidad, la economía no fluctúe alrededor del PIB potencial, sino que se sitúe en un nivel inferior, implica una asimetría que afecta considerablemente al crecimiento económico y su distribución”.

Bajo las consideraciones planteadas, el comportamiento de la brecha del PIB representa un desequilibrio macroeconómico esencial (Ffrench-Davis, 1996, 2015) que afecta la inversión y la capacidad productiva (Titelman y Pérez, 2015). Entendiendo que la causalidad se da en doble sentido, “la volatilidad del crecimiento conlleva a una alta tasa promedio de subutilización de la capacidad productiva que se traduce en una reducción de la productividad de la inversión” (Ocampo, 2005, p. 35).

Por las razones señaladas anteriormente, Ffrench-Davis (1996) subraya la importancia de mantener una demanda agregada estable, es decir, que esté muy cerca de la frontera de producción, evitando precisamente los cambios abruptos entre unos periodos y otros (Ffrench-Davis, 2010). No obstante, para Ffrench-Davis (2015), el hecho de que en determinados periodos de auge desaparezca la brecha recesiva no es suficiente para alcanzar un equilibrio real duradero. En primer lugar, porque la fase creciente termina siendo muy corta, sin dejar espacio suficiente para configurar proyectos productivos de mayor envergadura. Y, en segundo lugar, porque el mismo proceso de auge conlleva a unos desequilibrios que rápidamente conducirán a la economía a una nueva recesión. De esta

manera, uno de los problemas principales está en la incapacidad de los países en desarrollo para sostener los ciclos de expansión; que podría ser una de las explicaciones para entender los pobres resultados alcanzados por las economías de América Latina en términos de crecimiento económico desde la década de los ochenta (Ffrench-Davis, 2015).

Para lograr ampliar y sostener las fases de expansión se requieren, por lo menos, dos requisitos: en primer lugar, que no haya fuertes desequilibrios en la economía real, y, en segundo lugar, que se eleve la tasa de inversión (Ffrench-Davis, 1996, 2015). Los dos elementos están totalmente relacionados. En el primer caso, se necesita que no se gesten procesos de apreciación cambiaria persistentes, lo que conllevaría a un déficit creciente de la balanza comercial, causando además efectos negativos en el uso de la capacidad productiva (Ffrench-Davis, 1996, 2015). Asimismo, se busca evitar los altos niveles de endeudamiento por parte de los agentes económicos, de tal manera que las oscilaciones de la demanda agregada no terminen superando las de la capacidad productiva (Ffrench-Davis, 2015). En el caso de la formación bruta de capital, el problema estaría en la asimetría entre las fases de auge y las de recesión. Así, mientras en el auge su crecimiento es lento, en la recesión la caída tiende a ser abrupta.

A partir de los argumentos presentados, es posible afirmar que el alto grado de subutilización de la capacidad productiva se encuentra asociado a la persistencia de la inestabilidad macroeconómica, que a su vez se explica por el comportamiento de los *shocks* externos y las medidas de política económica de carácter procíclico (Ffrench-Davis, 2015).

En las fases de auge de la economía, ciertamente, la capacidad productiva se ubica en un nivel muy cercano al PIB potencial. Empero, dicho fenómeno no deja de estar marcado por la presencia de desequilibrios macroeconómicos como la apreciación cambiaria y un elevado déficit en la cuenta corriente (Ffrench-Davis, 2010); que, como se viene advirtiendo, son los primeros síntomas de la existencia de una VM subyacente.

Para Ffrench-Davis (2015), la persistencia de la apreciación cambiaria representa un desequilibrio fundamental por el efecto que genera en la balanza de pagos, y especialmente en la cuenta corriente. Dicho fenómeno ha estado asociado, en los últimos años, a un incremento significativo de los términos de intercambio, y desde luego, a las corrientes de capital hacia los países en desarrollo.

Desde la Macroeconomía del Desarrollo, el rol que juega el tipo de cambio en los países en desarrollo es trascendental. Su importancia radica en la “sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos y la asignación de recursos” (Ffrench-Davis, 2015, p. 141).

Dadas las características de los ciclos de financiamiento externo en las economías en desarrollo, el tipo de cambio termina asumiendo un sesgo procíclico, por lo menos en el corto plazo (Ocampo, 2012; Ffrench-Davis, 2015). Sus efectos se pueden observar tanto en la composición de la demanda como de la oferta. En el primer caso, las variaciones de los precios relativos inducidas por la tasa de cambio alteran el consumo privado, particularmente en las fases donde se presenta una apreciación de la moneda. En el caso de la oferta, la inestabilidad cambiaria afecta la asignación de recursos. Bajo estas premisas, es claro que las fluctuaciones del tipo de cambio (real) terminan afectando el crecimiento económico, razón por la cual sus variaciones van a generar costos tanto desde el punto de vista microeconómico como a nivel macroeconómico.

En el caso de la estructura productiva, la persistencia de la apreciación cambiaria deja secuelas por distintas vías. En primer lugar, desalienta las exportaciones de productos no beneficiados con las mejoras en los términos de intercambio (bienes no tradicionales), en segundo lugar, vuelve a la economía más especializada puesto que las inversiones son capturadas por el sector donde se genera mayor rentabilidad, que es el del *boom*, y por otra parte, para las economías exportadoras de recursos naturales, impide la diversificación de la estructura productiva; haciendo que el crecimiento económico directa o indirectamente entre a depender de la corriente de capitales y del comportamiento de los términos de intercambio. Así pues, la apreciación cambiaria también perjudica la calidad de las exportaciones.

En la economía doméstica, la tasa de cambio afecta el nivel de competitividad de las empresas locales, quienes entran a disputarse el mercado con los productos importados, cuyos precios relativos han disminuido. Bajo estas condiciones, durante los periodos de auge de la economía, se estimula la producción de bienes transables pero transitorios y se desestimula la producción de otros bienes que podrían tener mayor contenido agregado. En términos de empleo, la mayor demanda de trabajo se genera en los sectores cuya dinámica es temporal, es decir, que van a permanecer únicamente mientras dure el *boom*.

Cuando inicia la fase recesiva, se observan fenómenos como la destrucción de empleo, incremento de la informalidad (subempleo), cambios en los contratos laborales y se altera la evolución de los salarios (Ffrench-Davis, 2012b). Así pues, el efecto conjunto de las distorsiones en materia productiva y laboral terminan incrementando la heterogeneidad estructural; que es uno de los problemas más arraigados en los países latinoamericanos (véase Ocampo, 2001; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009).

Para Ffrench-Davis (2015), los periodos prolongados de apreciación cambiaria, característicos de los auges, crean la idea en los agentes económicos de que los precios relativos son duraderos, desalentando así la producción de bienes transables. Además, desincentivan las inversiones para incrementar el valor agregado de los bienes que se pretende exportar. A la vez, la apreciación de la moneda da lugar a un incremento de las importaciones, lo cual termina minando la balanza comercial de estos países, que solamente se sostiene en la medida en que los términos de intercambio resulten favorables y la cuenta financiera sea superavitaria; como habría sucedido en la primera década de los 2000 y parte de la década actual en varios países de América Latina.

Al margen de los argumentos citados anteriormente, la inestabilidad del tipo de cambio real puede ser muy costosa cuando hay sectores productores de bienes transables asociados a procesos de aprendizaje o con presencia de altos costos de entrada (Ocampo, 2012). Para el autor, este fenómeno afecta los incentivos de los inversionistas, quienes terminan reduciendo el monto de sus activos. Al respecto, es importante recordar los fuertes procesos de desindustrialización que se han suscitado ante fenómenos como la llamada enfermedad holandesa, que no solamente genera distorsiones en la estructura productiva, sino también puede dar lugar a burbujas en los precios de diferentes tipos de activos (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

En general, el hecho de que el auge sea compatible con una fuerte apreciación de la moneda, genera distorsiones en la economía real, y, de esta manera, actúa como un mecanismo de carácter procíclico (Ffrench-Davis, 1996). Si las importaciones crecen más rápido que las exportaciones, gracias a la apreciación de la moneda y a la expansión del crédito interno, ya sea por la facilidad en el acceso a fondos externos o por la flexibilidad monetaria ante la inflación baja, la demanda agregada termina superando al PIB potencial. Así, la recuperación

de la demanda se vuelve intensiva en importaciones (Ffrench-Davis, 2010). En este contexto, a pesar de que un país puede mostrar signos de estabilidad nominal en variables como la inflación, hay una vulnerabilidad subyacente que es necesario abordar. Dicha vulnerabilidad se refleja en la acumulación de unos desequilibrios que se vuelven insostenibles, y, en general, como se ha señalado, en la acumulación de deuda y otros pasivos externos (Ffrench-Davis, 1996; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2002).

Cuando el ciclo expansivo se agota, el fenómeno que emerge es la depreciación de la moneda. Desde la economía real, aunque inicialmente se pensaría que la debilidad cambiaria va a permitir un incremento de las exportaciones, no necesariamente es así. Dado el aumento de la incertidumbre en la economía, los costos del financiamiento tienden a incrementarse, además de que hay cierto tipo de racionamiento del crédito (Ffrench-Davis, 2015). En segundo lugar, al trasladarse el efecto desde la tasa de cambio a los precios (*pass through*), hay presiones para un incremento en la inflación, con lo cual, la banca central entra a actuar subiendo las tasas de interés de intervención. Sumados los dos factores, el impulso de la depreciación en el incremento de la producción de bienes transables termina siendo muy reducido. Si a esto se le suma que la incertidumbre afecta la composición de los bienes exportados en términos del valor añadido, el efecto de arrastre (encadenamientos con otros sectores) termina siendo muy pequeño.

Para entender el bajo impacto de la ventaja cambiaria en las exportaciones, hay que tener en cuenta que luego de un plazo prolongado de apreciación o depreciación se generan distorsiones en la estructura productiva que no se van a modificar con tanta facilidad. Desde el punto de vista microeconómico, los sectores golpeados por la apreciación pudieron incluso desaparecer, con lo cual, cuando hay un estímulo desde la depreciación, no van a responder con mayor producción. Bajo estas condiciones, los costos de los reajustes o desequilibrios tienden a ser mayores, tanto en términos productivos, como sociales y fiscales.

En el mercado financiero, una depreciación abrupta de la moneda termina incentivando la reversión de las inversiones. Dicho fenómeno es posible debido a la liquidez y el carácter especulativo que caracteriza a este tipo de mercados. Como resultado, hay una mayor presión para la caída del precio de la moneda, que en algunos casos puede llevar al país a una crisis cambiaria en la medida en que se agoten las reservas internacionales.

En un entorno tan negativo como el que se acaba de caracterizar, la capacidad productiva de la economía se altera muy poco dado que prevalece la incertidumbre tanto en los inversionistas como en el sistema financiero (Ffrench-Davis, 2015). Para el autor “la inestabilidad cambiaria distorsiona las evaluaciones de proyectos destinadas a asignar recursos, promueve la inversión especulativa en vez de la inversión productiva, desplaza artificialmente la producción nacional de bienes transables importables (muchos de ellos producidos por pymes) y desalienta que se añada valor agregado a las exportaciones” (p. 143).

Así las cosas, el paso de una fase de auge a una de crisis no es gratuita. Cuando los agentes económicos cambian sus expectativas, constatando las vulnerabilidades a las que se enfrenta el país (Ffrench-Davis, 2010), retiran sus capitales en búsqueda de mercados que generen mayor rentabilidad y/o menor riesgo. Ante esta situación, la depreciación de la moneda es inminente (y en algunos casos abrupta), así como la necesidad de reajustar las cuentas externas.

Pero el ajuste no solamente se presenta en las cuentas externas sino también en el resto de componentes de la demanda agregada. En primer lugar, se daría una reducción en el consumo

como fruto de varios efectos que actúan simultáneamente. Así pues, la depreciación de la moneda genera una reducción del ingreso real de las personas, dado el efecto en los precios de los bienes de consumo, especialmente los importados; cuya demanda debió incrementarse en el proceso de auge y apreciación cambiaria. En segundo lugar, así como la apreciación genera un efecto riqueza e ingreso, la depreciación lo reduce, con lo cual, las expectativas reales o potenciales de los agentes económicos se ven disminuidas. Además, ante un panorama de mayor inestabilidad y menor crecimiento, lo que también afecta al empleo, las expectativas de los consumidores también se deterioran; afectando su consumo actual y futuro.

En el caso de la inversión privada, ante un entorno económico adverso, esta tiende a reducirse, esperando que el contexto macroeconómico se modifique. Los efectos riqueza e ingreso actúan de la misma manera que en el consumo, aunque aquí, la reducción de la inversión implicaría una caída de la producción. Por otra parte, debido a la acumulación de pasivos externos en las fases de auge y el encarecimiento del servicio de la deuda, tanto interna como externa, ocasionados por la depreciación de la moneda y el incremento de las tasas de interés, los productores se ven obligados a destinar una mayor parte de sus ingresos al cumplimiento de sus obligaciones, restringiendo aún más su demanda (Ffrench-Davis, 2010).

Al final, el entorno macroeconómico inestable como el que se acaba de describir hace que la producción efectiva se ubique por debajo de su nivel potencial, además de generar oscilaciones en variables fundamentales como el tipo de cambio, y sus desencadenantes en la balanza exterior (Ffrench-Davis, 2015). Para el autor, la persistencia de la inestabilidad de la economía real, así como la heterogeneidad estructural, que han sido características históricas de las economías latinoamericanas, terminan generando efectos nocivos sobre el crecimiento económico de estos países.

1.3.4. Los efectos de la inestabilidad real en el crecimiento económico

Para Ocampo (2007b), hay una relación estrecha entre la volatilidad generada por los flujos de capitales y la volatilidad del crecimiento económico en los países en desarrollo. Como se ha mencionado, este fenómeno se explica por el carácter procíclico que caracteriza dichos flujos, los rasgos que adquiere el manejo de política macroeconómica en estos países y, desde luego, las características de la estructura productiva. Para Ocampo (2007b), el efecto procíclico de los flujos internacionales de capital reduce el uso de la capacidad productiva, disminuyendo la productividad del capital (Ocampo, 2007b). Además, dada la incertidumbre ocasionada, limita la eficiencia de la inversión en capital fijo (Ocampo, 2002).

La volatilidad real tanto de la producción como de la inversión, que son determinantes en el crecimiento económico, no solamente generan efectos en el corto plazo, sino que también afectan su tendencia (Ramey y Ramey, 1995; Loayza y Raddatz, 2007; Ffrench-Davis, 2010; Titelman y Pérez, 2015). Bajo esta perspectiva, la persistencia de los desequilibrios reales explicaría la divergencia del crecimiento alcanzado por América Latina respecto a otras economías en desarrollo, especialmente en las últimas décadas.

1.3.5. A manera de síntesis

A partir de los planteamientos estructuralistas y neoestructuralistas, el objetivo de este apartado fue identificar los orígenes de la VM y describir las causas y mecanismos a través de los cuales dicho fenómeno influye en el ciclo económico de los países en desarrollo y,

particularmente, de los latinoamericanos. En estos términos, se buscó explicar, por una parte, las causas o fuentes desde donde se origina la VM, y por otro, los efectos que dicho fenómeno puede ocasionar sobre los principales agregados macroeconómicos. Para ligar estos dos elementos, fue necesario describir los canales que están detrás de la inestabilidad macroeconómica, que es la vía a través de la cual los *shocks* externos redundan en la dinámica de la economía doméstica.

En el marco del planteamiento presentado, la VM tiene un componente permanente derivado de las características de la estructura productiva y el carácter asimétrico de la inserción internacional, pero también está influenciada por la dinámica cíclica de los flujos externos, que se ve exacerbada por el manejo procíclico de los instrumentos de política económica. Respecto a las consecuencias, la VM se refleja en el carácter inestable que muestran las variables reales, que al final terminan socavando el comportamiento del PIB tanto en el corto como en el largo plazo.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El objetivo fundamental de este capítulo fue hacer una revisión de la literatura alrededor del concepto de la VM. Además de los aspectos metodológicos y las distintas posturas alrededor de este fenómeno, se buscó analizar sus determinantes y los efectos sobre las principales variables macroeconómicas. Dicha tarea permitió obtener unos resultados muy relevantes para los propósitos de esta investigación. En primer lugar, clarificó el enfoque desde donde se va a abordar este tema dentro de la presente investigación, entre otras cosas, por las diversas contribuciones que existen alrededor del fenómeno que se está estudiando. En segundo lugar, este ejercicio permitió establecer los puntos de encuentro y contrastes entre las diferentes posturas teóricas, que, desde luego, terminaron enriqueciendo el análisis. En tercer lugar, la discusión desarrollada dentro de este capítulo posibilitó el tratamiento de la VM en el contexto de América Latina. En particular, fue posible profundizar en las contribuciones provenientes tanto del Estructuralismo Latinoamericano como del Neoestructuralismo, donde, a pesar de no haber una propuesta sistemática de VM, existen una serie de elementos que permiten configurar un marco de análisis que posteriormente se puede utilizar en el examen empírico.

Desde la Macroeconomía del Desarrollo, queda claro que el fenómeno de la VM no es algo nuevo para las economías de América Latina. Asimismo, se acepta que el contexto de apertura comercial y financiera en que se han visto involucrados estos países en las últimas décadas representa un desafío muy grande para su manejo macroeconómico, cuestionando de esta manera los beneficios que se daban por hechos por los defensores de la apertura económica al inicio de las reformas de los ochenta y los noventa.

Para el caso de estudio, que es Colombia, el análisis de la VM implica, necesariamente, examinar el impacto causado como resultado de los *shocks* externos en los principales agregados macroeconómicos. Antes de emprender esta tarea en el campo empírico, a partir de los elementos conceptuales, metodológicos y de contexto que se expusieron en este capítulo, se estructura una propuesta de marco teórico, que se presenta en el Capítulo 2.

CAPÍTULO 2. LOS ORÍGENES DE LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA Y SUS PRINCIPALES EFECTOS: PROPUESTA DE UN MARCO TEÓRICO

El objetivo fundamental de este capítulo es presentar una propuesta sistemática que permita entender el concepto de vulnerabilidad macroeconómica (VM), las fuentes que la generan y los mecanismos a través de los cuales trasmite sus efectos hacia los principales agregados macroeconómicos. Un propósito adicional es establecer los criterios básicos que permitan identificar los principales cambios generados en la VM a través del tiempo. Para cumplir con los objetivos mencionados, se parte de algunas premisas generales que se desarrollaron en el capítulo anterior, recalcando los aportes provenientes de los planteamientos estructuralistas y neoestructuralistas, y particularmente de la Macroeconomía del Desarrollo³⁴ (MD).

A pesar de que las principales referencias teóricas y metodológicas se encuentran en el Neoestructuralismo, es importante advertir que en la propuesta que se está presentando concurren una serie de aportes provenientes de diferentes corpus teóricos, que en distintas fases de la investigación ayudan a comprender el fenómeno que se busca explicar. Este aspecto es coherente con la visión del Estructuralismo Latinoamericano, donde nunca se pretendió formular una teoría que pretenda explicar todo; lo cual aplica tanto a los aspectos teóricos como a las realidades de los diferentes sujetos (véase Bresser-Pereira, 2004; Pérez, 2015a). Dentro de esta investigación, dichos elementos se visualizan en el campo de la conceptualización, luego en el análisis de los efectos que generan los *shocks* comerciales y los financieros sobre la dinámica de los principales agregados macroeconómicos, y posteriormente en el examen del papel que juegan los instrumentos de política económica.

Como se pudo ver en los apartados 1.1 y 1.3, en la MD no se plantea de forma explícita un modelo de VM³⁵. Por tal motivo, en este capítulo se emprende la tarea de estructurar un esquema que permita su comprensión, que posteriormente servirá para abordar el análisis desde el punto de vista empírico (capítulos del 3 al 8). En los términos de los objetivos planteados, esta propuesta teórica representaría una de las primeras aportaciones que se hace dentro de esta Tesis. La importancia de la misma radica en que se logra presentar un razonamiento sistemático que permite entender los mecanismos a través de los cuales los ciclos financieros y los comerciales son determinantes para explicar la dinámica macroeconómica de un país en desarrollo, como es el caso colombiano. Además, la propuesta que se expone es integral, dado que en la mayoría de trabajos está dispersa, ya sea porque solamente se abordan los aspectos financieros, los comerciales o los de política económica.

Los elementos desarrollados hasta el momento ofrecen una idea general acerca de las raíces de la VM y los efectos que puede causar en la dinámica de los principales agregados

³⁴ De acuerdo a la CEPAL, la Macroeconomía del Desarrollo es un conjunto de publicaciones sobre temas relacionados con los aspectos macroeconómicos del desarrollo económico y social a mediano y largo plazo y de sus factores determinantes. Los autores más destacados son Ricardo Ffrench-Davis y José Antonio Ocampo. Al respecto, es importante advertir que hay otros autores como Pierre Agénor y Peter Montiel que también aluden a un cuerpo de literatura que tiene el mismo nombre. Naturalmente, aunque hay varios puntos de acuerdo, tienen grandes diferencias respecto a la posición cepalina, especialmente en su visión del desarrollo económico y el rol de las economías en desarrollo en el contexto mundial.

³⁵ En el primer capítulo se mencionó que, aunque los estructuralistas como los neoestructuralistas recurren frecuentemente al término “vulnerabilidad” (véase Prebisch, 1949; Ocampo, 2011; Ffrench-Davis, 2015), no hacen un desarrollo conceptual del mismo, a pesar de que implícitamente están discutiendo los elementos que la constituyen. Los aportes realizados desde estos enfoques fueron presentados, de manera general, en el apartado 1.3.

macroeconómicos. En adelante, el propósito es explicitar los mecanismos a través de los cuales se generan dichas consecuencias.

Para cumplir con los objetivos propuestos, este capítulo se divide en cuatro apartados. En el primer apartado se define la VM, cuyo marco general se presentó en el Capítulo 1. Empero, dadas las conclusiones obtenidas a partir de la revisión de la literatura, de lo que se trata es de acotar el significado de esta variable a partir del enfoque utilizado dentro de esta Tesis. Definida la VM, y señaladas las fuentes que la originan, en el segundo apartado se desarrollan los mecanismos a través de los cuales se transmiten sus efectos. Así, en la primera parte se examina la vía externa, y en la segunda se describe el rol que juega la política económica (vía interna). Una vez se estudian las causas de la VM y los canales de transmisión, en el tercer apartado se explican sus efectos, inicialmente en la demanda y la oferta agregada y posteriormente en el comportamiento del PIB.

Con la intención de hacer más didáctico el desarrollo de este capítulo, en el Esquema 2.1 se muestra un bosquejo que contiene los elementos básicos que permiten comprender la VM³⁶. En la parte superior del esquema se ubican las fuentes o raíces de la VM, en el intermedio los canales de transmisión, y en la parte inferior se muestran las variables que reflejan los principales efectos de dicho fenómeno. Al final, se puede observar la relación que existe entre la VM y el PIB, que es una de las referencias fundamentales dentro de esta investigación. Al respecto, es importante tener en cuenta que esta forma de abordar el fenómeno de la VM es un resultado de la presente investigación, con lo cual, a pesar de haber aportes de distintos enfoques, especialmente del Neoestructuralismo, se entiende que en los mismos no hay una propuesta de estas características.

2.1. DEFINICIÓN

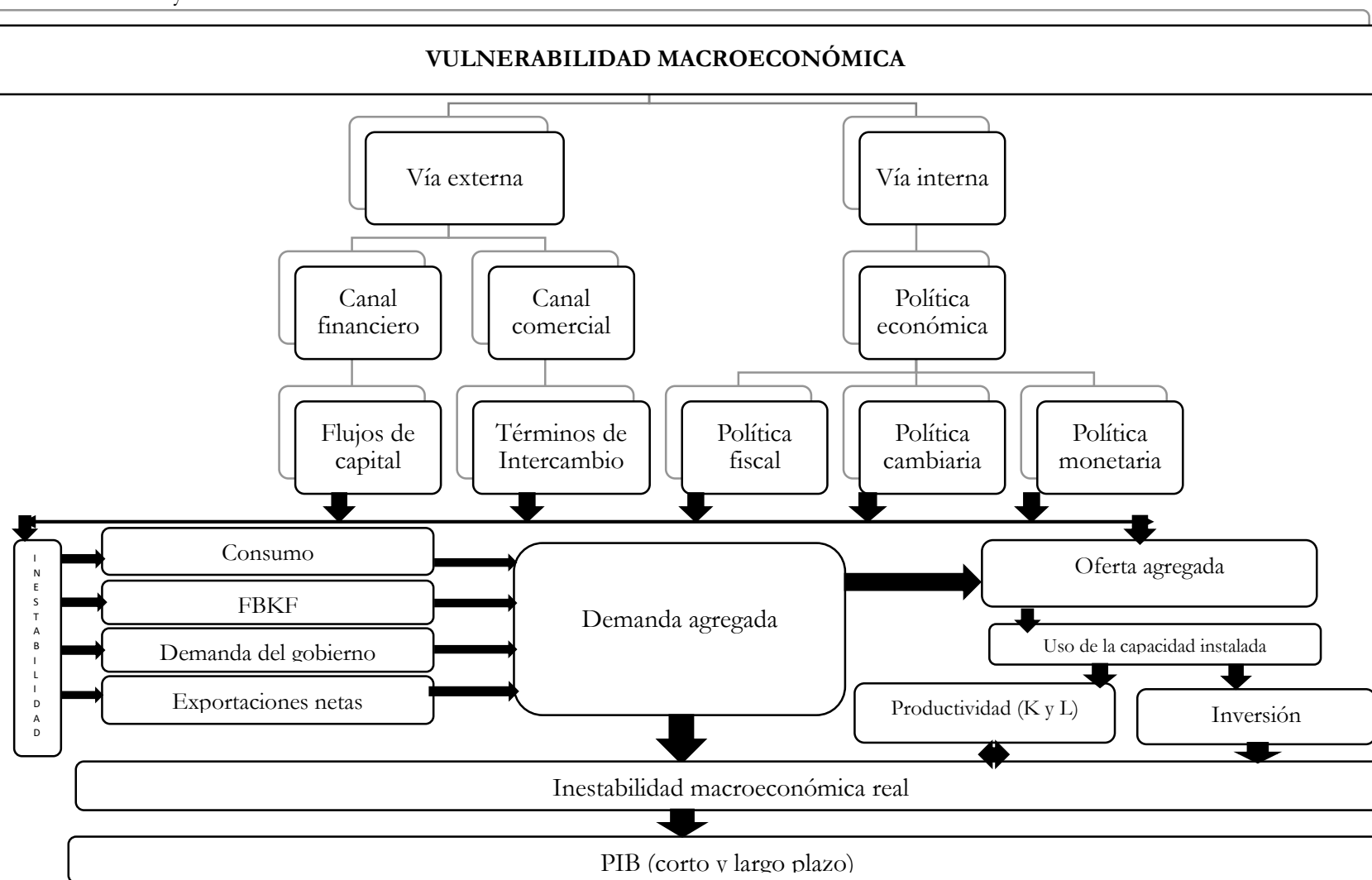
Como se señaló en el apartado 1.1., desde distintas disciplinas, enfoques, organizaciones y contextos se ha venido usando el término vulnerabilidad sin hacer la suficiente precisión acerca de su alcance e implicaciones. Por esta razón, fue necesario hacer una revisión de los distintos tópicos desde donde se podría abordar su estudio. Entendiendo que la vulnerabilidad adquiere un carácter multifacético y multidimensional (Chambers, 1989; Moser, 1998; Busso, 2001; Briguglio, 2003; Guillaumont, 2016), tanto en sus causas como en sus consecuencias, y que en todos los casos está plenamente justificado su estudio, para los objetivos de esta investigación es de interés únicamente la dimensión económica del fenómeno, que corresponde a una de las macrovulnerabilidades señaladas por Guillaumont (2016).

Desde la perspectiva macroeconómica, que es la que se aborda dentro de esta investigación, la vulnerabilidad se define como el grado de exposición de la economía de un país ante la probabilidad de ocurrencia de un *shock* externo y la capacidad de la misma para afrontar los efectos adversos que este genere (véase Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999, 2013, 2016; Cordina, 2004; Briguglio *et al.*, 2008, 2009).

Dentro de esta investigación, el grado de exposición de un país, así como la resistencia a los *shocks* (resiliencia), están determinados tanto por elementos estructurales como coyunturales (véase Atkins *et al.* 1998; Guillaumont, 1999, 2010, 2013, 2016; Briguglio, 2003, 2004, 2014; Briguglio *et al.*, 2006, 2009).

³⁶ Al final del documento, en el Esquema 9, se presentan las relaciones desagregadas.

Esquema 2.1. Las causas y los efectos de la vulnerabilidad macroeconómica



Fuente: elaboración propia

La VM es estructural en la medida en que los factores que explican la exposición de un país ante los *shocks* externos no presentan grandes variaciones en el tiempo (Guillaumont, 2010, 2013, 2016), como es el caso de la estructura productiva y el tipo de inserción comercial (Abeles y Valdecantos, 2016; Valdecantos, 2016). No obstante, desde la perspectiva de esta investigación, se asume que las decisiones de los gobiernos en el corto plazo (medidas coyunturales) pueden afectar las características estructurales de un país, y por tanto su capacidad productiva; con lo cual, hay una interacción entre el corto y el largo plazo (Ramey y Ramey, 1995; Loayza & Raddatz, 2007; Ffrench-Davis, 2010; Ocampo, 2011; Pineda y Cárcamo-Díaz, 2013; Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015a). En consecuencia, por el hecho de incluir las medidas de política económica como factores explicativos de la VM no implica desconocer su carácter estructural; por el contrario, lo que se sugiere es que hay una relación muy estrecha entre los elementos estructurales y los coyunturales. Este planteamiento dista de los aportes de Guillaumont (1999, 2013, 2016), Briguglio (2003, 2004, 2014) y Briguglio *et al.* (2009), quienes separan la vulnerabilidad y la resiliencia, dejando de lado la influencia que pueden tener los gobiernos en la dinámica de la VM.

Bajo las premisas esbozadas hasta el momento, la VM estaría asociada tanto a las características económicas y productivas de cada país (Guillaumont, 1999, 2010; Briguglio, 2003; Pérez, 2015a; Abeles y Valdecantos, 2016; Valdecantos, 2016), el tipo de inserción comercial, las particularidades de los *shocks*, y la posición de cada país en el sistema económico y financiero internacional (CEPAL, 2001; Ocampo, 2008b), como a las medidas de política económica, que permiten, según el caso, atenuar o potenciar los efectos negativos generados por los *shocks* externos en los principales agregados macroeconómicos de un país.

Así entonces, dentro de la propuesta que se está exponiendo, la VM tiene su origen tanto en los factores externos como en los internos, los cuales, además, tienden a potenciarse cuando actúan de manera conjunta. Así, mientras el carácter externo de la VM se explica por la independencia³⁷ y las características de los *shocks* (Ffrench-Davis, 2008), el interno tendría que ver con el manejo que hacen los gobiernos de los instrumentos de política económica (fiscal, monetaria y cambiaria). Naturalmente, hay muchos factores que afectan el nivel de VM de un país que están asociados a las características internas de los mismos (véase, por ejemplo, Rodrik, 2001; Guillaumont, 2006; Loayza y Raddatz, 2007; Ffrench-Davis, 2008; Baritto, 2009); no obstante, dentro de esta investigación, se asume que los mismos actúan como mecanismos de resiliencia (Briguglio, 2003, 2014; Briguglio *et al.*, 2006; Pérez, 2015a; Guillaumont, 2016). En estos términos, a pesar de que el origen de los *shocks* es externo, no se puede desconocer la situación específica de cada país y el rol de los gobiernos a través de las medidas que utilizan para intervenir en la economía (Loayza y Raddatz, 2007; Ffrench-Davis, 2008; Pérez, 2015a).

Para Guillaumont (1999, 2013, 2014, 2016), la vulnerabilidad económica se compone de tres elementos: el tamaño y la probabilidad de los *shocks*, la exposición a los *shocks* y la capacidad para resistir y recuperarse de los daños ocasionados como fruto de los eventos adversos. A partir de este planteamiento, es importante diferenciar entre las causas y las consecuencias de la VM. El primer aspecto tendría que ver con las fuentes o raíces de la VM, mientras el segundo se concentra en el impacto que generan los *shocks* externos sobre los principales agregados macroeconómicos. Para los propósitos de esta investigación, lo más importante

³⁷ Esta situación se explica porque los gobiernos, individualmente, no pueden influir en la dinámica de los términos de intercambio ni tampoco en los movimientos internacionales de capital (en el último caso, prevalecen los factores de empuje (*push factors*) y no los de atracción (*pull factors*), de acuerdo a lo que se planteó en el apartado 1.2.)

es el segundo aspecto, que implica un análisis ex – post de la vulnerabilidad (véase Loayza & Raddatz, 2007).

En cuanto al impacto que generan los *shocks* externos, lo fundamental dentro de esta Tesis es explicar los mecanismos a través de los cuales dichos eventos transmiten sus efectos hacia la economía real (véase Guillaumont, 1999) y, en particular, hacia las variables como la producción, el empleo y los precios macroeconómicos clave (como las tasas de interés y el tipo de cambio reales) (Ocampo, 2012; Ffrench-Davis, 2015). Bajo este planteamiento, hay una relación entre la VM y la inestabilidad real, cuyas consecuencias finales se pueden observar en la dinámica del PIB (Ramey y Ramey, 1995; Guillaumont, 1999; Loayza y Raddatz, 2007; Ffrench-Davis, 2010; Pineda y Cárcamo-Díaz, 2013; Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015a). Los mecanismos a través de los cuales se generan tales relaciones se describen en los siguientes apartados.

2.2. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA VM

Una vez definidas las características de la VM y sus principales causas y consecuencias, el paso siguiente consiste en explicar cómo los *shocks* externos afectan el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos. Para lograr este objetivo, se detallan los mecanismos y canales a través de los cuales se transmiten los efectos de tales choques. Como se ha señalado, en el planteamiento que se está desarrollando hay dos grandes vías, que son: la externa y la interna³⁸. Se empieza por la descripción de la vía externa puesto que allí es donde se generan los *shocks*, y posteriormente se analiza el rol que juega la política económica (vía interna).

2.2.1. Los canales de transmisión de la vulnerabilidad macroeconómica: las fuentes externas

Desde el punto de vista teórico, la influencia que ejercen los factores exógenos en la dinámica económica de los países en desarrollo se encuentra esbozada en el concepto de dominancia de la balanza de pagos (Ocampo, 2011, 2012; Thirlwall, 2011). Siguiendo el planteamiento expuesto en el Esquema 2.1, los efectos de los choques a los cuales se enfrentan estas economías se transmiten a través de dos canales: el comercial y el financiero. El canal financiero impacta a los principales agregados macroeconómicos como resultado de las oscilaciones y composición de los flujos de capital. Entretanto, el canal comercial lo hace por medio de las fluctuaciones de los términos de intercambio. Mencionados los canales de transmisión de la VM, se pasa a explicar la manera cómo se genera el impacto en los componentes tanto de la demanda como de la oferta agregada.

A. El canal financiero

Los movimientos internacionales de capital generan una serie de efectos sobre la dinámica económica de los países tanto desde el punto de vista financiero (mercado de activos) como real. En las economías en desarrollo, esta situación se deriva del carácter cíclico de los flujos de financiamiento externo y las características que adquieren los mismos en dichos países, resaltando sus propiedades de volatilidad y contagio (Palma, 1998; Stiglitz, 2000; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2002, 2007b, 2008, 2011, 2012; Ffrench-Davis, 2010). Lo que se plantea en este marco es que los agentes económicos alternan fases de optimismo y

³⁸ Fuentes (2014, cap. 6) relaciona varios canales a través de los cuales los *shocks* externos afectan el desempeño económico de los países en desarrollo. Estos son: canal comercial, canal financiero, canal fiscal y el canal de las expectativas. Dentro de esta investigación se abordan, de manera directa, los dos primeros.

pesimismo que terminan afectando no solamente el funcionamiento de los mercados financieros sino también el desempeño macroeconómico de dichos países (Palma, 1998; Ffrench-Davis, 2010); llevándolos, en un momento, a una situación de fragilidad o vulnerabilidad (Ffrench-Davis, 2005, 2010). Por las razones expuestas, la volatilidad de la cuenta financiera se ha convertido en una fuente de inestabilidad macroeconómica real, especialmente para los países en desarrollo (Ocampo, 2008; Ffrench-Davis, 2010; Bielschowsky *et al.*, 2011).

Para entender los efectos de los ciclos financieros sobre la economía real, se parte de la idea de que los flujos internacionales de capital ejercen un efecto procíclico³⁹ sobre los principales agregados macroeconómicos (Stiglitz, 2000; Kaminsky *et al.*, 2004), los cuales son exacerbados por el carácter que adopta la política económica (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; CEPAL, 2001, 2004a; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2007b, 2012). En concreto, los ciclos de financiamiento externo están en el origen de dos de los principales desequilibrios macroeconómicos que sufren los países en desarrollo, que son: la apreciación cambiaria (por periodos prolongados) y el deterioro del saldo de la cuenta corriente (Ffrench-Davis, 2015). Los desajustes mencionados se originan en las fases de auge y sus efectos son visualizados cuando el ciclo económico cambia de pendiente (CEPAL, 2001; Ocampo, 2007b), obligando a que estos países realicen ajustes recesivos, y contribuyendo de esta manera a incrementar su grado de inestabilidad macroeconómica (Ffrench-Davis, 2010).

Los efectos que generan los flujos internacionales de capital, atendiendo a las características que adquieren en las economías en desarrollo, se pueden visualizar tanto en la demanda como en la oferta agregada. En cuanto a la demanda agregada, una de las vías a través de las cuales se transmiten los efectos de los ciclos de financiamiento externo es la cambiaria.

La apreciación cambiaria (real) asociada a los periodos de auge de los flujos de capital, por los efectos riqueza e ingreso que genera, ocasiona un crecimiento desbordado del gasto, tanto público como privado (consumo e inversión). Este fenómeno da lugar a la acumulación de una serie de desequilibrios macroeconómicos, lo cual se explica por varias razones: en primer lugar, porque el aumento de las importaciones incrementaría el déficit de la cuenta corriente (o reduce el superávit); y en segundo lugar, porque el mayor gasto privado podría estar financiándose con endeudamiento externo (Kaminsky *et al.*, 2004), lo cual conlleva a que en el momento en que se desencadene una depreciación cambiaria los agentes económicos incurran en descalces de moneda y/o plazos (Eichengreen *et al.*, 2007; Ocampo, 2012); cuya consecuencia es un deterioro de sus balances y un ajuste posterior de los mismos (Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2010).

En términos de la oferta, las características que adquieren los flujos internacionales de capital en estos países, especialmente por su carácter especulativo, hacen que se reduzcan las inversiones productivas, afectando la formación bruta de capital y aumentando el riesgo macroeconómico por su facilidad de reversión (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005, 2010). En el mismo sentido, la incertidumbre de los agentes económicos y su preferencia por las inversiones de corto plazo conlleva a que los flujos de capital se orienten fundamentalmente al consumo y no a la producción (Ffrench-Davis, 1996, 2005, 2010; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004).

Dadas las consecuencias macroeconómicas que generan los ciclos de financiamiento externo, se puede afirmar que un mayor acceso a los mercados internacionales de capital no

³⁹ Desde el punto de vista empírico, los flujos de capital son procíclicos cuando la correlación entre los componentes cíclicos de las entradas netas de capital y la producción es positiva (Kaminsky *et al.*, 2004).

necesariamente genera efectos positivos en el PIB. El ahorro externo, en algunos casos, simplemente desplaza al ahorro interno (que se destinaría al consumo), generando un efecto sustitución, mas no incrementando la capacidad productiva de este tipo de países (Stiglitz, 2000; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2005). Incluso, cuando los flujos de capital se canalizan a través de la IED se pueden generar determinados tipos de vulnerabilidades cuando se invierten en bienes no transables (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005). Además, en el caso en que los flujos externos se direccionen hacia los sectores de explotación de recursos naturales destinados a la exportación, es posible que se reduzcan las inversiones domésticas en otras actividades. Por estas razones, Ffrench-Davis (2015) afirma que el incremento de los flujos internacional de capital no necesariamente incrementa la capacidad productiva; solamente afectaría el uso de la misma.

B. El canal comercial

Como se destacó en la primera parte de este capítulo, las características de la inserción comercial son fundamentales para entender el grado de VM de un país; particularmente en el caso de las economías en desarrollo. En este sentido, aquellos países con una especialización productiva concentrada en la explotación de recursos naturales, donde prevalecen los productos poco diferenciados (bajo contenido tecnológico) y la escasa diversificación, están sujetos a fuertes oscilaciones de los términos de intercambio (Rodrik, 1998; Kuwayama y Durán, 2003; CEPAL, 2004a; OMC, 2013). Dada la mayor volatilidad que muestran los precios de este tipo de bienes⁴⁰, su comportamiento se constituye en una fuente de incertidumbre, generando inestabilidad en el crecimiento económico (Izquierdo *et al.*, 2008; OMC, 2013).

Las fluctuaciones de los términos de intercambio afectan tanto a los componentes de la demanda agregada como a las características de la estructura productiva. En el primer caso, a partir de las modificaciones que se generan en los precios relativos de algunos bienes, se pueden presentar alteraciones en los componentes de la demanda agregada. Frente al impacto que puede causar dicho fenómeno en la estructura productiva, lo más importante es el proceso de reasignación de recursos, que hace que las inversiones se concentren en aquellas actividades beneficiadas por los precios favorables, en detrimento del resto de ramas de la actividad económica (véase Corden y Neary, 1982; Krugman, 1987; Ffrench-Davis, 2015). Como resultado, la economía se vuelve más especializada⁴¹, reduciendo la calidad de las exportaciones y, por tanto, desestimulando la producción de bienes con mayor contenido agregado⁴². Las razones por las cuales se presentan dichos fenómenos se exponen a

⁴⁰ Para la OMC (2013), la mayor volatilidad de los precios de los bienes primarios también se explica por la integración con los mercados financieros, donde predomina el carácter especulativo.

⁴¹ Ocampo (2011) y Pérez (2015a) hacen referencia a este fenómeno como reprimarización, aludiendo a las características de las exportaciones de varios países de América Latina durante la década de los 2000. Para contextualizar este fenómeno, se citan algunas cifras que permiten observar lo que ha sucedido con las exportaciones de productos primarios en las últimas décadas. De acuerdo con la información de la CEPAL (CEPALSTAT), para el caso de Colombia, mientras en 1990 la participación de estos bienes en el total de exportaciones llegó a representar el 74.9%, para el año 2015 el porcentaje fue de 75.8%. En la Comunidad Andina de Naciones las participaciones fueron del 82.4% y 74.8%, respectivamente. En América Latina en general los porcentajes fueron del 66.9% y 42%, respectivamente (en este último caso, hay que tener en cuenta la participación de México). Así las cosas, después de más de 25 años de apertura, no se ha logrado una diversificación exportadora y, por tanto, se mantiene un modelo de inserción comercial basado en la explotación de recursos naturales.

⁴² En los países cuya base exportadora se encuentra en la explotación de recursos naturales se ha advertido la presencia de fenómenos como la maldición de los recursos naturales (Sachs y Warner, 1995), la enfermedad holandesa (Corden y Neary, 1982; Krugman, 1987) y la emergencia de comportamientos rentistas (OMC, 2010).

continuación. En su orden, primero se analizan los efectos sobre la demanda agregada y posteriormente se estudia la oferta productiva.

El incremento de los términos de intercambio, al igual que en el caso de una mayor afluencia de capitales, que incluso pueden coincidir en términos temporales, puede llevar a una apreciación del tipo de cambio⁴³. Desde el punto de vista de la demanda agregada, esta situación genera incentivos para un aumento de las importaciones, la cuales terminan creciendo, incluso, a un ritmo mayor que el de las exportaciones. De esta manera, un efecto inmediato de la mejora en los precios relativos es una expansión del consumo interno, el cual se financia, en parte, por la entrada de capital extranjero, pero también por las divisas generadas debido al crecimiento de las exportaciones. En suma, lo que hace el incremento de los términos de intercambio es flexibilizar la restricción externa (Thirlwall, 1979, 2011).

Las distorsiones que genera el tipo de cambio también se pueden observar en la inversión. En este caso, un tipo de cambio apreciado desincentiva la producción de bienes transables y no transables (Ffrench-Davis, 2015). En el mercado doméstico, las empresas se ven afectadas ya que tienen que competir con los bienes importados, cuyos precios relativos han disminuido. En el caso de los exportadores, hay menos incentivos por el efecto de los precios y la menor competitividad internacional. Como resultado, la inversión se reduce; por lo menos en los sectores no beneficiados por el *boom* de precios.

En el caso del gasto público, este tiende a crecer debido a un contexto externo e interno favorable. En primer lugar, porque los gobiernos incrementan el recaudo de impuestos fruto del mayor crecimiento económico, y en segundo lugar, por la participación pública en las rentas derivadas de la explotación de recursos naturales (por ejemplo, en los hidrocarburos y la minería)⁴⁴.

En cuanto al efecto de los términos de intercambio sobre el total de exportaciones, si bien es cierto que el conjunto tiende a crecer, sobre todo en términos nominales (vía precios), el impacto es mayor sobre aquellos bienes donde los precios resultan favorables (Ffrench-Davis, 2015). En contraste, el resto de las exportaciones se ven perjudicadas, por una parte, porque las inversiones quedan concentradas en aquellas actividades que muestran mayor rentabilidad coyuntural (Corden y Neary, 1982), y por otra, por el impacto negativo que genera el tipo de cambio en los beneficios, ya que estos se reducen (Krugman y Taylor, 1978).

Como resultado de los efectos descritos hasta el momento, en los periodos de auge de los términos de intercambio se presenta una expansión del gasto público y privado a través de sus distintos componentes. Aunque parezca paradójico, esta situación puede ocasionar un crecimiento del déficit de la cuenta corriente. Y es por esta razón que su efecto es calificado como procíclico. Al final, los desequilibrios macroeconómicos tanto del tipo de cambio como de la cuenta corriente se convierten en dos de los efectos más importantes que se generan por el canal comercial, que se hacen evidentes cuando la fase creciente del ciclo económico se agota (CEPAL, 2001; Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2015).

⁴³ Para el caso colombiano, en los periodos 1990 – 2007 y 2005 – 2010, donde se generó una entrada significativa de capital extranjero, el tipo de cambio real se apreció el 35% y 21%, respectivamente (CEPALSTAT).

⁴⁴ En el caso de América del Sur, hay varias empresas dedicadas a la explotación minera o de hidrocarburos que son de propiedad o conservan una participación significativa de los Estados. Tal es el caso de Ecopetrol, Petroecuador, PDVSA, Petrobras etc. Además, el fisco se beneficia de los impuestos directos e indirectos que pagan estas empresas.

Desde el punto de vista de la oferta, las oscilaciones de los términos de intercambio y los efectos sobre el tipo de cambio influyen sobre el proceso de asignación sectorial de recursos, afectando, de esta manera, la estructura productiva de estos países. El problema se genera porque, aunque las modificaciones de los precios son temporales, en el momento en que esta situación se revierte algunos de los daños ya son irreversibles (Ffrench-Davis, 2015). Este efecto también es importante para los productores ya que por la incertidumbre macroeconómica los recursos que se destinan hacia la inversión productiva se reducen; fortaleciendo de este modo la inversión especulativa.

2.2.2. Las fuentes internas de vulnerabilidad macroeconómica: el papel de la política económica

En el anterior subapartado se afirmó que la VM tiene un carácter exógeno, dada la influencia que ejercen los *shocks* externos en la dinámica macroeconómica de los países en desarrollo. No obstante, se advertía que, por las asimetrías existentes en el ordenamiento económico y financiero internacional entre los países desarrollados y las economías en desarrollo, estos últimos tienden a aplicar unas medidas de política económica que terminan exacerbando los efectos de los ciclos externos, convirtiéndose de esta manera en un factor adicional de exposición (Ocampo y Ffrench-Davis, 2001; CEPAL, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2011; Pérez, 2015a). De esta manera, como se mostró en el Esquema 2.1, la VM se explica por la conjunción entre las fuentes externas y las internas.

A partir las consideraciones mencionadas, este apartado tiene como objetivo describir los mecanismos a través de los cuales los instrumentos de política económica, al contrario de lo que debería pasar, terminan alimentando los efectos procíclicos derivados de los *shocks* externos, convirtiéndose así en factores que contribuyen a explicar la VM de las economías en desarrollo.

Para Ocampo (2011, 2012), la política económica en los países en desarrollo debe actuar como un mecanismo de resiliencia, de tal manera que permita atenuar o mitigar los efectos adversos generados por las oscilaciones de los flujos internacionales de capital, los términos de intercambio y de la demanda externa. En este sentido, dichos mecanismos de intervención deben servir para enfrentar los choques de oferta (Agénor y Montiel, 2000) y las restricciones de la balanza de pagos (Ocampo, 2011), siguiendo un patrón de manejo anticíclico (Ocampo, 2011, 2012). En adelante, se presentan las razones por las cuales la gestión de los instrumentos de política económica en las economías en desarrollo, y particularmente en las latinoamericanas, no se ajusta a estos presupuestos, y los efectos que genera esta situación en términos de la VM.

A. La política fiscal

Antes de empezar a describir los mecanismos a través de los cuales el manejo de la política fiscal contribuye a exacerbar la inestabilidad real, es necesario advertir que los *shocks* externos (comerciales y financieros) alteran el espacio de la política económica y su rol como mecanismo de estabilización y/o ajuste (Ffrench-Davis, 2008; Jiménez y Fanelli, 2009). La razón está en que tales *shocks* son excepcionales y en esta medida obligan a respuestas de tipo discrecional (y, en muchos casos, abrupta⁴⁵) y no por mecanismos automáticos (Jiménez y Fanelli, 2009). En este marco, mientras que los desequilibrios macroeconómicos demandan

⁴⁵ Esta situación se debe a que las perturbaciones que afectan las economías en desarrollo no solamente implican una fluctuación alrededor de la tendencia del PIB, sino que en muchos casos la modifican, obligando a aplicar medidas de política económica que necesariamente llevan a un fuerte ajuste (Jiménez y Fanelli, 2009).

la intervención fiscal, el comportamiento de la actividad económica limita su ejercicio (Jiménez y Fanelli, 2009). La reducción del espacio fiscal también se presenta por el conflicto en los objetivos y recursos que persiguen los distintos instrumentos de política económica⁴⁶ (Ffrench-Davis, 2008; Jiménez y Fanelli, 2009), lo cual plantea graves contradicciones a la hora de intervenir en las variables económicas.

En un contexto de mayor apertura comercial y financiera, el espacio fiscal de las economías en desarrollo termina alineándose a las fluctuaciones de los flujos internacionales de capital y de los términos de intercambio, adoptando de esta manera un carácter procíclico (véase Ocampo, 2007b; Jiménez y Fanelli, 2009). En este marco, el gasto público se vuelve intermitente (*stop and go*) (Ocampo, 2007b), con lo cual, abandona su rol contracíclico y estabilizador; que debería ser su función fundamental. Las mayores dificultades se presentan en las fases recesivas del ciclo económico, donde la política fiscal es incapaz de afrontar la caída de la demanda agregada, haciendo que esta función recaiga en otros instrumentos de intervención, como sucede con la política monetaria y cambiaria, que, individualmente, no son las herramientas más adecuadas para recuperar el dinamismo económico (Ffrench-Davis, 2008).

Para observar la manera en que el manejo de la política fiscal genera una dinámica macroeconómica inestable, en adelante, se describen sus características a lo largo del ciclo económico. Como se mencionó anteriormente, el principal problema en el manejo de este instrumento de política económica es la posición procíclica que asumen los gobiernos.

El sesgo procíclico del gasto público durante las fases expansivas de la economía se explica por varias razones. En primer lugar, porque el gobierno tiene una mayor disponibilidad de ingresos gracias al crecimiento del recaudo tributario (Ocampo, 2002, 2011; Jiménez y Fanelli, 2009); algo que es lógico en presencia de estabilizadores automáticos. En segundo lugar, dado que la fase creciente del ciclo suele coincidir con un mejoramiento de los términos de intercambio, para aquellos países cuyas exportaciones están asociadas a la explotación de recursos naturales, la renta⁴⁷ de los mismos se incrementa (Jiménez y Fanelli, 2009; Ocampo, 2011). En tercer lugar, las fases de auge permiten al gobierno un mayor acceso al financiamiento, tanto interno como externo. Dicha situación se ve reflejada en una mejor calificación de riesgo (soberano), con lo cual, esta variable también adopta un rol procíclico (Kaminsky *et al.*, 2004; Eichengreen *et al.*, 2007; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2010). En cuarto lugar, en esta fase del ciclo económico es posible incrementar el gasto sin incurrir en un crecimiento desbordado del déficit fiscal, aunque esta condición sea solamente coyuntural.

Paradójicamente, en la fase decreciente del ciclo económico, que es donde debería intervenir el gobierno para evitar una caída abrupta de la demanda agregada, se presenta una contracción del gasto público (Kaminsky *et al.*, 2004). Dicha situación se explica por varias razones. En primer lugar, por la caída del recaudo tributario, debido a la baja presión fiscal (relativa) y la dependencia de los ingresos públicos respecto al comportamiento del ciclo económico (Ffrench-Davis, 2008; Jiménez y Fanelli, 2009; Ocampo, 2012). Esta situación está asociada a que una parte muy significativa de estos ingresos, en los países cuyas exportaciones están concentradas en los recursos naturales, se encuentra vinculada al

⁴⁶ Por ejemplo, mientras en un periodo recesivo la política fiscal puede buscar reactivar la demanda, la política monetaria intenta controlar la inflación, acudiendo a un incremento en las tasas de interés de intervención, las cuales, a su vez, ocasionan efectos contractivos tanto en la inversión como en el consumo.

⁴⁷ Corresponde a la renta generada por los recursos naturales, donde un porcentaje es captado por los Estados ya sea de manera directa o a través de los impuestos y/o regalías.

comportamiento favorable de los términos de intercambio (Jiménez y Fanelli, 2009; Fuentes, 2014, cap. VI). De esta manera, en la fase decreciente del ciclo económico, el componente coyuntural o transitorio de dicho recaudo queda eliminado, generando un déficit fiscal significativo.

Entendiendo el imperativo del equilibrio fiscal (véase Fisher, 1993), las autoridades terminan priorizando el saneamiento de las cuentas públicas; algo que necesariamente implica un proceso de ajuste, que al final termina golpeando la demanda agregada (Ocampo, 2007b, 2012; Ffrench-Davis, 2008). Además, para poder financiar el gasto corriente, los gobiernos suelen emprender reformas impositivas que permitan incrementar el recaudo fiscal (Kaminsky *et al.*, 2004), lo que conlleva a una mayor caída de la demanda agregada⁴⁸.

En segundo lugar, el ambiente pesimista que se presenta ante la finalización de la fase expansiva de la economía lleva a una disminución de la calificación de riesgo soberano. Este fenómeno estaría asociado al incremento del coeficiente de endeudamiento (deuda/PIB) y a una menor capacidad de pago debido a la caída de los ingresos fiscales (Jiménez y Fanelli, 2009). En estas condiciones, los gobiernos tienen mayores dificultades y costos para endeudarse en el exterior (Jiménez y Fanelli, 2009).

El costo de la deuda interna también se incrementa debido a que la banca central termina adoptando medidas para controlar la inflación y, por esta vía, incide en el incremento de las tasas de interés internas. En este escenario, a la reducción de los ingresos tributarios se le adhiere una reversión de los flujos de capital y unos costos de endeudamiento más altos, haciendo más difícil la gestión fiscal (Jiménez y Fanelli, 2009).

El manejo para los gobiernos se vuelve más complejo en un contexto de depreciación de la moneda, que hace que el servicio de la deuda, expresada en moneda extranjera, demande mayores recursos (Eichengreen *et al.*, 2007; Ocampo, 2007b; Jiménez y Fanelli, 2009). Los elementos mencionados incrementan la presión sobre el gasto, a la vez que restan recursos que podrían utilizarse para incentivar la demanda agregada.

El resultado final es una disminución de la inversión estatal, haciendo que el gasto público sea más inestable e ineficiente, y afectando de esta manera la demanda agregada y la influencia que tiene esta variable sobre el crecimiento económico (Ocampo, 2002, 2012). Además, en un contexto recesivo, el gasto privado es incapaz de compensar la disminución del gasto público (Ocampo, 2007b). Incluso, los efectos son mayores si se tiene en cuenta que en estos países el papel de los estabilizadores automáticos no es tan relevante como en las economías desarrolladas (Jiménez y Fanelli, 2009). Como consecuencia, en una situación de crisis, la caída de la demanda agregada tiende a ser abrupta.

Bajo las consideraciones mencionadas, el manejo procíclico de la política fiscal, especialmente en las economías en desarrollo, se convierte en un factor explicativo de la inestabilidad real, y por esta vía, de la VM de estos países.

B. La política monetaria

El principal problema con el manejo de la política monetaria en las economías en desarrollo, y en la mayoría de países, es que su prioridad en las últimas décadas ha sido el control de la

⁴⁸ Debido, por una parte, al impacto que genera en los beneficios de las empresas, y por otra, a los efectos en el consumo de las familias a quienes se les reduce el ingreso disponible.

inflación, por encima de cualquier otro objetivo⁴⁹ (CEPAL, 2004b; Cordero y Montecino, 2010; Blanchard *et al.*, 2010; Ffrench-Davis, 2015). Desde el punto de vista teórico, dicha posición se deriva de la idea de que al estabilizar los precios sucederá lo mismo con la brecha del PIB, en lo que se conoce como la “conciencia divina” (Blanchard y Galí, 2007). Sin embargo, lo que se plantea en esta propuesta de marco teórico es diferente; es decir, que a pesar de que una economía puede llegar a alcanzar un equilibrio nominal, esto no necesariamente lleva a estabilizar las variables reales, ni desde el punto de vista de la demanda ni tampoco en la oferta (Cordero y Montecino, 2010). Es más, un manejo monetario concentrado en los equilibrios nominales perfectamente puede convertirse en una fuente de inestabilidad macroeconómica (Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2010, 2015).

En un contexto de liberalización comercial y financiera, el manejo de la política monetaria y cambiaria se vuelve más complejo debido al nivel de exposición de las economías en desarrollo frente a los *shocks* externos (Cordero y Montecino, 2010). Con la adopción de esquemas de inflación objetivo (única ancla nominal de la economía), que se presentó como la alternativa al trilema de la imposibilidad (véase Taylor, 1993; Epstein y Yeldan, 2009; Cordero y Montecino, 2010), la tasa de interés de corto plazo⁵⁰ se ha convertido en el mecanismo a través del cual la política monetaria ejerce su rol procíclico⁵¹ en las economías en desarrollo (CEPAL, 2004b; Ffrench-Davis, 2008; Ocampo, 2012). Así, mientras en las fases de auge las tasas de interés tienden a disminuir, generando una expansión adicional del gasto, en las fases recesivas, las tasas de interés se incrementan (Kaminsky *et al.*, 2004), haciendo que la caída en la demanda agregada y la producción sea aún mayor (y, en algunos casos, abrupta) (CEPAL, 2004b).

La necesidad de mantener unos precios bajos y estables conlleva a la persistencia de una brecha muy grande entre las tasas de interés domésticas y las internacionales (Cordero y Montecino, 2010; CEPAL, 2010); que a su vez permite atraer capital foráneo y fortalecer la moneda. Esta situación también supone unas tasas de interés reales muy elevadas e inestables, generando mayores costos para las empresas (Epstein, 2002; Ffrench-Davis, 2008; CEPAL, 2010) y un incremento en el nivel de riesgo financiero, dado el efecto en la composición de las carteras de los agentes económicos (CEPAL, 2004b).

Bajo el contexto descrito, en la fase de expansión del ciclo económico, donde hay un crecimiento de la demanda agregada, el sector transable de la economía tiene que convivir con un tipo de cambio real apreciado durante periodos bastante largos (Ffrench-Davis, 2008, 2015; CEPAL, 2010); algo que necesariamente afecta su competitividad.

Para entender los problemas que plantea el manejo de la política monetaria a través de los esquemas de inflación objetivo hay que tener en cuenta los vínculos existentes con los movimientos cambiarios. Si la política monetaria tiene como objetivo fundamental el control de la inflación, y a su vez, esta variable está ligada al comportamiento de la tasa de cambio (y no al de la demanda agregada), habría un sesgo procíclico en el manejo que hace la banca central (Ffrench-Davis, 2008; Ocampo, 2012). Esto quiere decir que las autoridades

⁴⁹ Para el caso de América Latina y el Caribe, la inflación pasó de un promedio del 303.1% en el periodo 1990 – 1995, a un porcentaje del 8% entre 2011 y 2015. En Colombia, en los mismos periodos, los porcentajes fueron del 25.4% y 3.3% respectivamente (CEPALSTAT).

⁵⁰ Aplicando la regla de Taylor, bajo un tipo de cambio flexible, el banco central ajusta su objetivo de tasa de interés a corto plazo en respuesta a los cambios en el nivel de precios y la brecha del producto (Taylor, 1993). Ahora, dado que hay más información sobre la primera variable, las decisiones de la autoridad monetaria se toman con base en el comportamiento de la inflación (Cordero y Montecino, 2010).

⁵¹ Para Kaminsky *et al.* (2004), una política monetaria procíclica implicaría aumentar la tasa de crecimiento del crédito interno durante los tiempos buenos y viceversa. En el capítulo 5 también se detallan otros indicadores.

monetarias se muestran tolerantes con los procesos de apreciación cambiaria, debido a su efecto en los precios, y no así con la depreciación de la moneda (Ffrench-Davis, 2008, 2015; Cordero y Montecino, 2010). Los rasgos procíclicos de este manejo están asociados a la correlación que existe entre las expectativas de inflación y la depreciación o apreciación de la moneda, las cuales coinciden con las fases creciente o decreciente del ciclo económico (CEPAL, 2004b, 2010; Ffrench-Davis, 2008). Desde este planteamiento, la situación queda en evidencia cuando los bancos centrales aplican medidas contractivas (para controlar la inflación) justo cuando se presenta una ralentización o caída del producto y la demanda agregada. Por el contrario, en la fase expansiva, liderada por la entrada masiva de capitales, las tasas de interés tienden a disminuir (CEPAL, 2010).

Más allá de los efectos que puede generar la reducción de las tasas de interés domésticas sobre los movimientos de capital y el tipo de cambio, hay que advertir el impacto de dicha variable tanto en el consumo como en la inversión. Así pues, la disminución de las tasas de interés hace que se presente una expansión tanto del gasto público como del privado (CEPAL, 2001; Ocampo, 2002). En ambos casos, los balances de las familias como de las empresas, incluso del gobierno, se ven alterados, y van a mostrar su grado real de vulnerabilidad cuando la fase positiva del ciclo económico se agote. Bajo este marco, el sistema financiero termina amplificando la dinámica cíclica de la actividad económica (véase Bernanke *et al.*, 1999) e incrementando el grado de exposición del país ante los efectos de un *shock* externo (CEPAL, 2004b).

En la fase decreciente del ciclo económico sucede lo contrario. Dado el ambiente de incertidumbre macroeconómica, que puede ser causado por la misma ralentización del crecimiento del PIB, pero también por los desequilibrios macroeconómicos generados en las fases de auge, un efecto inmediato es la depreciación de la moneda. Esta situación lleva a que la banca central intervenga incrementando las tasas de interés de referencia. La adopción de dicha estrategia tendría dos explicaciones. La primera tiene que ver con la necesidad de frenar la salida de capitales, que podría llevar a una depreciación mayor, e incluso a una crisis de la balanza de pagos (Ffrench-Davis, 2008). En segundo lugar, dado que la depreciación de la moneda genera, en el corto plazo, un efecto directo sobre el nivel general de precios, el incremento de la tasa de interés de intervención ayudaría a contener el efecto inflacionario.

Así, en un escenario de plena movilidad de capitales, las autoridades monetarias no tendrían plenas capacidades (autonomía) para estabilizar los precios, cuya dinámica, como se ha mencionado, es exógena, ni tampoco para estabilizar el tipo de cambio real y la actividad económica (CEPAL, 2004b; Ocampo, 2007b, Cordero y Montecino, 2010). De este modo, la autonomía de la política monetaria y la capacidad de usarla como herramienta anticíclica queda muy cuestionada (CEPAL, 2004b; Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2008). Al final, como se ha advertido, el manejo de la política monetaria termina por amplificar las fluctuaciones de la demanda agregada, convirtiéndose en una fuente adicional de inestabilidad macroeconómica y, al igual que la política fiscal, en un factor explicativo de la VM.

C. Política cambiaria

Desde la MD, la gestión del tipo de cambio debe ser una tarea fundamental de la política económica debido a las distorsiones que esta variable puede generar sobre el resto de la economía (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2007a, 2011). Su importancia radica en la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos, la asignación de recursos y el impacto que genera en las decisiones de inversión y de consumo (Frenkel y Taylor, 2006;

CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2015, p. 141). Además, el tipo de cambio puede afectar la inflación, a través del costo y como canal de transmisión monetaria, y la demanda efectiva (Frenkel y Taylor, 2006).

En un contexto de apertura comercial y financiera, la adopción de regímenes cambiarios en las economías en desarrollo ha estado supeditada a la necesidad de enfrentar los efectos negativos generados por los *shocks* externos y estabilizar los precios domésticos (Ffrench-Davis, 2008). El tránsito paulatino hacia esquemas de tipos de cambio flexibles plantea una serie de desafíos, especialmente por el conflicto entre los objetivos comerciales y los financieros (CEPAL, 2004b, 2010; Ocampo, 2007, 2012; Ffrench-Davis, 2008). Desde el punto de vista comercial, el tipo de cambio se convierte en un determinante de la competitividad internacional y en una variable clave en la asignación de recursos; por tanto, se requiere de su estabilidad (real) (CEPAL, 2004b; Ffrench-Davis, 2008). En contraste, desde la óptica financiera, los mercados reclaman por una mayor flexibilidad, donde el tipo de cambio es la variable que permite absorber los efectos negativos o positivos de los *shocks* externos. De esta forma, existiendo objetivos tan disímiles, es difícil que se puedan conciliar (Ffrench-Davis, 2008; Ocampo, 2012). Ahora bien, dado que el tipo de cambio se muestra mucho más sensible ante los movimientos financieros, las variables reales van a mostrar grandes desajustes, que en general se reflejan en un desequilibrio persistente de la cuenta corriente (Rodrik, 2001; CEPAL, 2010; Cordero y Montecino, 2010; Ffrench-Davis, 2012a).

La adopción de esquemas cambiarios flexibles unido a la implementación de metas de inflación (*inflation targeting*) convierten al tipo de cambio en una variable procíclica; con lo cual, la misma abandona su función estabilizadora (Rodrik, 2001). De este modo, el comportamiento del tipo de cambio en las economías en desarrollo termina exacerbando el ciclo económico (Ocampo, 2005, 2012; Eichengreen *et al.*, 2007; Ffrench-Davis, 2015) y generando una dinámica inestable tanto en la oferta como en la demanda agregada (véase Krugman y Taylor, 1978; Ffrench-Davis, 2008).

El sesgo procíclico del tipo de cambio se presenta porque sus variaciones no se explican por la dinámica real (cambios en la productividad) sino por el comportamiento de los flujos internacionales de capital de corto plazo; es decir, respondiendo mucho más a su carácter de activo financiero (Rodrik, 2001; Ffrench-Davis, 2010, 2015). En otras palabras, el tipo de cambio se ajusta a las necesidades del capital y no a las de la actividad comercial (CEPAL, 2004b); ocasionando un sesgo que afecta al sector transable de la economía.

Para el caso de los países en desarrollo, bajo un tipo de cambio flexible y con plena movilidad de capitales, la política monetaria queda ligada al comportamiento del tipo de cambio. En primer lugar, porque las fluctuaciones de las tasas de interés domésticas afectan la rentabilidad de la moneda⁵² (Frenkel y Taylor, 2012), y en esta medida pueden generar movimientos de capital, especialmente de corto plazo. Además, en muchas situaciones, con el objetivo de mantener el tipo de cambio, los bancos centrales se ven obligados a responder a los cambios de las tasas de interés internacionales; cuya dinámica es exógena a las necesidades de la economía doméstica (Ocampo, 2012). Y, en segundo lugar, por la relación que existe entre el tipo de cambio y la inflación. Bajo estas consideraciones, la política monetaria abandona su función estabilizadora, pierde su autonomía, y se convierte, como se mencionó en el anterior epígrafe, en un factor procíclico.

⁵² Este fenómeno se explica porque las variaciones de las tasas de interés afectan la rentabilidad de los activos financieros, incluidas las divisas (Frenkel y Taylor, 2006).

La inestabilidad del tipo de cambio genera efectos en las variables reales por varias razones. En primer lugar, porque el tipo cambio (flexible) no es selectivo⁵³ (Ocampo, 2011); lo que conlleva a un proceso de asignación ineficiente de los recursos (CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2012a). En segundo lugar, porque los movimientos cambiarios terminan afectando la competitividad de los sectores transables de la economía, quienes soportan la mayor parte del peso de las perturbaciones (Rodrik, 2001). Por esta vía, las fluctuaciones del tipo de cambio perjudican el crecimiento económico, reduciéndolo y/o haciéndolo más volátil (Cordero y Montecino, 2010).

Para las economías en desarrollo, un tipo de cambio real desalineado⁵⁴ representa una amenaza (Edwards *et al.*, 2003). Así pues, en la fase expansiva del ciclo económico el tipo de cambio tiende a apreciarse (Rodrik, 2001; Ffrench-Davis, 2008). Debido a los efectos riqueza que genera esta situación (Ocampo, 2007b), se presenta un incremento en el gasto (CEPAL, 2001; Ocampo, 2002), lo que implica que la recuperación de la demanda se vuelve intensiva en importaciones (CEPAL, 2010). Como resultado, se genera un deterioro del saldo de la cuenta corriente⁵⁵, que es necesario corregir cuando se agota la fase expansiva de la economía.

En la fase recesiva del ciclo económico, donde la moneda tiende a estar depreciada, los efectos son contrarios al auge. En términos de la oferta, aunque, en teoría, la depreciación debería generar efectos expansivos, en la realidad, parte de los mismos resultan operando en sentido contrario (Krugman y Taylor, 1978). Esta situación se explica, en primer lugar, porque los productores no son capaces de aprovechar la ventaja cambiaria (Ffrench-Davis, 2008), que llega después de un proceso de apreciación prolongado. Y, en segundo lugar, porque la depreciación de la moneda coincide con un periodo de restricción del financiamiento, tanto por la política monetaria como por la salida de capital extranjero (Ffrench-Davis, 2008).

Las oscilaciones del tipo de cambio, fundamentalmente en el mediano plazo, también generan distorsiones en la estructura productiva (Ocampo, 2011) y en la calidad y competitividad de las exportaciones (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001). Como resultado de la incertidumbre que generan las fluctuaciones cambiarias, la inversión productiva tiende a reducirse, afectando a la producción de los bienes transables asociados a procesos de aprendizaje, economías de escala o con presencia de altos costos de entrada (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005; Ocampo, 2007b, 2012). Por otra parte, esta situación genera incentivos para que dichos recursos se canalicen hacia actividades especulativas. Además, para Ocampo (2007b), las fuertes variaciones del tipo de cambio, propias de los esquemas de libre flotación, afectan los costos de transacción de las empresas, reduciendo los beneficios de la especialización internacional. En estos términos, la asignación de recursos resulta ineficiente (Ffrench-Davis, 2005), convirtiendo al tipo de cambio (real) en la principal limitante para la producción de bienes transables (CEPAL, 2010).

Por las razones expuestas, la adopción de un tipo de cambio flexible implica renunciar a un instrumento clave de intervención (Ocampo, 2012). Este mecanismo de manejo cambiario tiende a exacerbar los desequilibrios (reales) que padecen estas economías en vez de paliarlos;

⁵³ Algo que sí se puede “manejar” cuando los gobiernos tienen una política industrial y comercial explícita (Ocampo, 2011).

⁵⁴ El tipo de cambio está desalineado si su valor real se aleja de su equilibrio (tendencia) a largo plazo (Edwards *et al.*, 2003).

⁵⁵ Para Ocampo (2002, 2011), si bien es cierto que el déficit en la cuenta corriente puede actuar de manera contracíclica en las fases de auge, cuando los desequilibrios son muy grandes (superávit o déficit), puede generar graves distorsiones desde el punto de vista macroeconómico.

por lo menos los de mediano plazo⁵⁶ (Ocampo, 2002). A la vez, la labor de los gobiernos queda limitada por el temor a profundizar las fluctuaciones cambiarias. En estos términos, no solamente se renuncia a la gestión de esta variable, sino también, que el resto de instrumentos de política económica quedan supeditados al comportamiento de la misma; limitando la autonomía y la capacidad de intervención para dinamizar la actividad económica (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2007b).

Dentro de esta propuesta teórica, como se pudo ver, a diferencia de la política fiscal y la monetaria, lo que se cuestiona en el manejo del tipo de cambio es la ausencia de una política expresa sobre este macroprecio, la cual debería estar diseñada para incentivar la actividad productiva y la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos.

2.3. VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA E INESTABILIDAD REAL

Dentro del marco teórico propuesto, la VM de un país se origina a partir de la interacción entre las fuentes externas y las internas. En este planteamiento, la balanza de pagos⁵⁷ actúa como canal de transmisión de los *shocks* externos hacia el ciclo económico de los países en desarrollo (Ocampo, 2012; Titelman y Pérez, 2015). Además, como se ha mencionado, la política económica termina alimentando el sesgo procíclico generado por estos choques (Kaminsky, *et al.*, 2004). Una vez se abordaron estos elementos, se emprende el análisis de los efectos causados por los *shocks* externos sobre los principales agregados macroeconómicos; lo cual representa una medida de impacto de la VM⁵⁸ (bajo las consideraciones planteadas en el primer apartado de este capítulo).

En términos generales, lo que se plantea dentro de esta propuesta teórica es que los efectos que generan los *shocks* externos en los ciclos económicos de los países en desarrollo se ven reflejados en la persistencia de la inestabilidad real de las principales variables macroeconómicas, fundamentalmente de la demanda agregada, pero también de la oferta productiva y los macroprecios básicos (tipo de cambio y tasas de interés reales); que al final terminan afectando el comportamiento del PIB (Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005, 2015).

Para cumplir con los objetivos señalados, este subapartado se estructura de la siguiente manera. En la primera parte se analizan las implicaciones de la inestabilidad real. En la segunda parte se exponen los efectos que generan los *shocks* externos en el comportamiento de la demanda agregada, que es donde mayor énfasis se coloca desde la perspectiva de la MD⁵⁹. En la tercera parte se examina el impacto ocasionado en la oferta agregada tanto por la vía externa como en la interacción con la demanda agregada. Una vez se desarrollan estos dos aspectos, se describen las repercusiones que ocasiona la inestabilidad real sobre el comportamiento del PIB.

⁵⁶ Para la CEPAL (2001) y Ocampo (2002), el tipo de cambio flexible es una medida que sirve para desalentar los flujos de capital de corto plazo (inversión de cartera); empero, a su juicio, no actuaría de la misma manera sobre los flujos internacionales de capital de mediano plazo, que son fundamentales para explicar los desequilibrios macroeconómicos reales de las economías en desarrollo.

⁵⁷ En el entendido que la balanza de pagos cubre tanto el canal comercial (transacciones reales) como el financiero (transacciones de activos).

⁵⁸ En la definición de la VM se hizo referencia a los factores de exposición y al tamaño de los choques generados como fruto del impacto generado por los eventos exógenos.

⁵⁹ En la MD, dadas sus vínculos keynesianos, la demanda agregada juega un rol transcendental en la acumulación de capital, el crecimiento y el bienestar económico y social (Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015a).

2.3.1. Inestabilidad real

Como se advirtió en la parte inicial de este capítulo, los efectos generados por los *shocks* externos (comerciales y financieros) en la economía de un país se reflejan en la persistencia de la inestabilidad macroeconómica; haciéndose más visibles en las economías en desarrollo (Titelman *et al.*, 2008; Ffrench-Davis, 2008, 2012a; Fuentes, 2014, cap. VI). Este aspecto es importante en la medida que la inestabilidad macroeconómica influye de manera directa en el comportamiento del producto (Fisher, 1993) tanto en el corto como en el largo plazo (Fuentes, 2014, cap. VI).

Dado el grado de exposición al que se enfrentan los países en desarrollo frente a la ocurrencia de eventos exógenos adversos, la estabilidad macroeconómica es fundamental para su desempeño económico. Dentro de esta investigación, la estabilidad macroeconómica implica el cumplimiento de una serie de objetivos tanto en términos nominales como reales (CEPAL, 2010). La estabilidad nominal supone, fundamentalmente, un nivel de precios bajo y estable, y el control del déficit público (Fisher, 1993; Ffrench-Davis, 2008). Entretanto, la estabilidad real comprende alcanzar determinados niveles de equilibrio en el empleo y la producción, el déficit externo, así como en los precios macroeconómicos fundamentales (tasa de cambio real y tasas de interés reales), además de niveles de endeudamiento sostenibles, tanto en el sector público como en el privado (Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2010, 2015; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010). En estos términos, para lograr cierta estabilidad en el crecimiento económico, no es suficiente con alcanzar solamente algunos de los objetivos, como puede suceder con los equilibrios nominales o financieros (Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2008; CEPAL, 2010).

Desde el punto de vista de la economía real, que es donde se hace énfasis dentro de esta investigación, la inestabilidad macroeconómica implica la existencia de grandes fluctuaciones de la demanda agregada, la actividad económica y los macroprecios (Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2010; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010). Por la importancia de estos fenómenos, en adelante, se hace una descripción de los mismos, buscando, fundamentalmente, entender su impacto en el PIB.

2.3.2. Inestabilidad de la demanda agregada

La inestabilidad de la demanda agregada en los países en desarrollo resulta de los efectos procíclicos ocasionados por los *shocks* externos (CEPAL, 2010; Ocampo, 2012); cuyo impacto es exacerbado por la forma en que los gobiernos utilizan sus instrumentos de política económica. Así entonces, en el marco planteado hasta el momento, hay una relación muy estrecha entre la inestabilidad de la demanda agregada y los ciclos comerciales y los financieros (CEPAL, 2010).

Durante las fases de auge de la economía, las fluctuaciones de la demanda agregada implican un crecimiento del gasto, fundamentalmente privado, por encima del nivel de producción (Ffrench-Davis, 2005, 2008), que es posible mantenerlo gracias al auge del financiamiento externo y/o al comportamiento favorable de las exportaciones (superávit de la balanza comercial). El crecimiento acelerado del gasto origina un incremento en el nivel de endeudamiento, que se va a ver reflejado en un deterioro del saldo de la cuenta corriente. En este contexto, el desequilibrio interno entre la demanda y la oferta productiva coexiste con un desajuste en las cuentas externas; lo que implica que en el momento en que se vuelva insostenible necesariamente se debe ajustar, con las implicaciones que dicho fenómeno tiene en el resto de la economía (Ffrench-Davis, 2005).

La inestabilidad de la demanda agregada también se genera como fruto de los ajustes⁶⁰ que tienen que hacerse al finalizar el periodo de auge (CEPAL, 2004b; Ffrench-Davis, 2005; Thirlwall, 2011; Ocampo, 2015); fundamentalmente en el componente de inversión (CEPAL, 2001). Los desequilibrios ocasionados en la economía en los periodos de expansión, tales como la apreciación cambiaria, el déficit de la cuenta corriente y el endeudamiento excesivo de los agentes económicos, incluido el sector público (déficit fiscal), demandan una serie de medidas que permitan evitar una situación de crisis financiera (cambiaria, bancaria o de deuda) y atenuar la caída de la actividad real. En estos términos, las variables e instrumentos que en la fase expansionista alimentaron el ciclo, en la fase decreciente del mismo terminan actuando en el sentido contrario. En este marco de incertidumbre, donde las expectativas de los agentes económicos son negativas, se presenta una reducción del consumo, la inversión, la demanda del gobierno, e incluso de las exportaciones.

La incertidumbre asociada a la inestabilidad de la demanda agregada y el comportamiento de los macroprecios tiene un impacto negativo en la inversión y en la productividad de los factores, que en términos macroeconómicos implica unos niveles muy bajos y persistentes de formación bruta de capital (Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2012a, 2015; CEPAL, 2010).

En la esfera microeconómica, la inestabilidad implica la preferencia de los inversionistas por los activos de corto plazo, afectando de esta manera a la inversión productiva (Ffrench-Davis, 2015) y por ende al crecimiento económico.

En suma, el problema con los *shocks* externos es que estos hacen que las variaciones cíclicas de la demanda agregada⁶¹ tiendan a ser mayores que las del PIB, superando, en muchas ocasiones, a la capacidad productiva de la economía (Ffrench-Davis, 2010, 2015). Como resultado de este fenómeno, la inestabilidad de la demanda agregada se convierte en un determinante de las fluctuaciones persistentes de la producción. Siguiendo este argumento, dado que la volatilidad de la producción afecta el comportamiento del PIB tanto en el corto como en el largo plazo (Ramey & Ramey, 1995; Loayza & Raddatz, 2007; Ffrench-Davis, 2010; Pineda & Cárcamo-Díaz, 2013; Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015a), habría una relación estrecha entre la inestabilidad de la demanda agregada y el ciclo económico.

2.3.3. Inestabilidad de la producción

La inestabilidad de la producción se genera como fruto de los desequilibrios ocasionados por los *shocks* externos y los efectos inducidos por los movimientos en los macroprecios. Así, tanto los ciclos de financiamiento externo como las fluctuaciones de los términos de intercambio afectan la dinámica productiva por la vía de la inversión, que entra a depender de la dinámica cíclica de los flujos internacionales de capital.

La inestabilidad de la producción también se genera por las fuertes oscilaciones de la demanda agregada. Desde una perspectiva keynesiana, el comportamiento de dicha variable

⁶⁰ Para Ffrench-Davis (2005), la acumulación de desequilibrios externos puede ocasionar en un momento dado la restricción del financiamiento internacional. Esta situación llevaría a un ajuste interno que implica la reducción de las reservas internacionales, el incremento en las tasas de interés domésticas, la depreciación cambiaria y una contracción fiscal. La conjunción de estos factores generaría una reducción de la demanda agregada que al final contribuye a reestablecer el equilibrio externo. En el mismo sentido, Thirlwall (1979; 2011) señala que la reducción de la demanda estaría asociada a la restricción interna que impone la balanza de pagos, que impide que el gasto siga creciendo; por lo menos en las economías en desarrollo.

⁶¹ A pesar de que en las publicaciones del autor utiliza como variable la demanda agregada, en realidad está refiriéndose al gasto interno o demanda doméstica.

afecta la capacidad productiva utilizada, y de esta manera, influye, dependiendo de la fase del ciclo, en el aumento o disminución de la producción efectiva (Ffrench-Davis, 2005, 2015; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010; Thirlwall, 2011). La existencia de una capacidad productiva subutilizada termina afectando la productividad del capital (Ocampo, 2005, 2007b; CEPAL, 2010), la eficiencia de la inversión en capital fijo (Ocampo, 2002) y la rentabilidad de los proyectos (CEPAL, 2010). La restricción externa, que impone un límite al crecimiento de la demanda⁶², explicaría las razones por las cuales la capacidad instalada no se podría utilizar plenamente (Thirlwall, 2011; Pérez, 2015a).

En términos de la oferta, la inestabilidad real se refleja en las fuertes fluctuaciones de la tasa de crecimiento del PIB. Para entender el impacto de este fenómeno, lo más relevante es el efecto negativo que genera la volatilidad de producción (y la volatilidad real⁶³ en general) sobre el ciclo económico y la tendencia del PIB (Ramey y Ramey, 1995; Guillaumont, 2006; Loayza y Raddatz, 2007; Fanelli, 2008; CEPAL, 2008, 2010; Ffrench-Davis, 2010; Hallegatte y Przyluski, 2011).

2.3.4. La inestabilidad real, el ciclo económico y la tendencia de largo plazo

Para Ffrench-Davis (2010, p. 17), “la inestabilidad de la macroeconomía real tiene efectos recesivos y regresivos”. Dentro de esta investigación, los más importantes son los primeros. En este sentido, la inestabilidad real ocasiona una divergencia entre la oferta y la demanda agregada, generando una brecha persistente entre la producción potencial y la efectiva (Ffrench-Davis, 2008; CEPAL, 2010).

Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, la intermitencia en el comportamiento de la demanda agregada (*stop and go*) da como resultado la subutilización de la capacidad productiva, con un efecto negativo en la productividad real (Ffrench-Davis, 2008, 2010, 2012a; CEPAL, 2010). Incluso, en los periodos de expansión de la economía, tal brecha se presenta en un marco donde persiste el desempleo de los factores productivos (Ffrench-Davis, 2008). Como resultado, la tasa de expansión del PIB (y el aumento coyuntural de la productividad real) no vendría explicada por los cambios en la estructura productiva sino por las oscilaciones de la demanda agregada (Ffrench-Davis, 2008; CEPAL, 2010). Por las razones aducidas, la divergencia entre el gasto interno y la oferta productiva representa un desequilibrio macroeconómico fundamental para las economías en desarrollo (Ffrench-Davis, 2008; CEPAL, 2010).

La persistencia de desequilibrios en las variables reales, y sus desencadenantes en la demanda agregada, hacen que el PIB efectivo tiende a ubicarse durante la mayor parte del ciclo económico por debajo del PIB potencial (Ffrench-Davis, 2005, 2015; CEPAL, 2010). Esta situación indicaría la supremacía del sesgo recesivo sobre el expansivo (CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2015). Así, mientras en la fase recesiva habría un efecto depresor sobre la inversión productiva, el empleo y la innovación, en el auge, dado que no hay un crecimiento en la capacidad productiva, sino que solamente cambia el uso de la misma (se reduce la brecha

⁶² A no ser que haya un crecimiento de las exportaciones y esto lleve a un superávit de la cuenta corriente (Thirlwall, 2011; Pérez, 2015a). La restricción externa también podría flexibilizarse por las siguientes razones: mejora en los términos de intercambio; entrada de capitales, crecimiento de la demanda externa y/o la implementación de medidas de cambio estructural en la periferia (Pérez, 2015a).

⁶³ Para medir la volatilidad agregada, se podría utilizar una *proxy* que es la desviación estándar del crecimiento del producto (Fanelli, 2008; CEPAL, 2008). No obstante, desde el punto de vista metodológico, existen varias alternativas que permiten dicha medición (véase Fanelli, 2008; CEPAL, 2008; Cariolle, 2012).

del PIB), el PIB efectivo puede superar al potencial únicamente por periodos de tiempo muy breves (Ffrench-Davis, 2015).

En el marco expuesto, el grado de exposición que muestran los países en desarrollo ante los *shocks* eternos, y las características propias de sus ciclos económicos (véase Titelman y Pérez, 2015), generan un impacto negativo en la expansión de la capacidad productiva (Ffrench-Davis, 2015). Esta situación se explica porque los periodos de expansión económica en estos países son de menor duración e intensidad, y, por tanto, el lapso de acumulación es más breve e intenso (mayor frecuencia del ciclo) (Titelman y Pérez, 2015).

El hecho que los periodos de expansión de la economía sean cortos implica que la reducción de la brecha recesiva sea solamente transitoria. Dicho fenómeno tiene que ver con que las inversiones realizadas por las empresas no son de gran envergadura (corto y mediano plazo); aunque es entendible ya que los inversionistas son conscientes de que en los auges está el origen de los principales desequilibrios macroeconómicos de estos países, que rápidamente los llevarán a una nueva recesión (Ffrench-Davis, 2015). Por las razones señaladas, uno de los principales problemas de estos países es su incapacidad para sostener los ciclos de expansión e incrementar de esta manera su capacidad productiva.

Se puede concluir entonces que la inestabilidad macroeconómica real es un reflejo del grado de VM de los países en desarrollo; de ahí su relación con el comportamiento del PIB. La persistencia de los desequilibrios macroeconómicos genera un efecto perverso en su crecimiento económico, limitando de esta manera la convergencia de los mismos frente a las economías desarrolladas.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El objetivo de este capítulo fue presentar de una manera sistemática las fuentes y orígenes de la VM y los efectos que este fenómeno genera sobre los principales agregados macroeconómicos. Dentro de la argumentación expuesta, se buscó detallar la relación que existe entre las fuentes externas y las fuentes internas de la VM. Con este propósito, se pudo mostrar el papel que juegan los *shocks* externos, representados en las oscilaciones de los flujos internacionales de capital y de los términos de intercambio, en la dinámica económica los países en desarrollo. Como se pudo ver, los efectos de tales fluctuaciones se reflejan en los desequilibrios macroeconómicos ocasionados tanto en la demanda como en la oferta agregada, así como en los precios macroeconómicos fundamentales, como el tipo de cambio y las tasas de interés (reales).

Entendiendo la relación que existe entre las fuentes externas de VM y las fuentes internas, también se describió la función que juega la política económica. Al final lo que se argumentó es que, por las características que tienen estos países, asociadas a la estructura de funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional, dichas medidas terminan potenciando los efectos ocasionados como resultado de los eventos exógenos.

Ya en el campo de las consecuencias, se explicó ampliamente cómo el grado de exposición o sensibilidad que muestran las economías en desarrollo frente a los efectos que generan los *shocks* externos, y el carácter procíclico que adopta la política económica en estos países, hace que la actividad económica muestre un nivel de inestabilidad real muy elevado. A partir de este resultado, se señalaron las razones por las cuales la inestabilidad real es perniciosa para el crecimiento económico.

Bajo el planteamiento esbozado en este capítulo, la medida que permite dimensionar los efectos ocasionados como fruto de la VM es la inestabilidad macroeconómica real (véase Esquema 2.1). A partir de las consecuencias derivadas de dicho fenómeno en los diferentes agregados macroeconómicos, se pudo establecer la relación entre la VM y el comportamiento del PIB. Desde la perspectiva teórica, el vínculo que se pudo mostrar entre estas dos variables es un paso importante dentro de esta investigación y un aporte significativo tanto a la conceptualización como a los efectos que puede ocasionar la VM; particularmente en las economías en desarrollo.

Los resultados alcanzados en términos metodológicos también son muy relevantes. En principio, son tres las razones. En primer lugar, se logró estructurar un marco teórico razonable para explicar un fenómeno como lo es la VM. Al respecto, es importante recordar en la literatura no existe un cuerpo teórico lo suficientemente organizado para abordar el estudio de este tema; o, por lo menos, aunque las referencias generales se encuentran, están muy dispersas.

En segundo lugar, a partir de las contribuciones provenientes de diferentes posturas teóricas, fue posible incorporar varios elementos conceptuales alrededor del estudio de la VM, los cuales aportaron una serie de aspectos muy relevantes dentro del análisis de dicho fenómeno. Los resultados generados en estos términos contribuyen a una mejor comprensión de la VM desde la Macroeconomía del Desarrollo; donde se encontraron ciertas debilidades en este sentido.

En tercer lugar, la propuesta que se presentó en este capítulo hace un análisis pormenorizado de los mecanismos de transmisión de la VM, destacando la interacción entre las fuentes internas y las externas. Dicha tarea, como se verá en los siguientes capítulos, resulta trascendental para el análisis empírico. A partir de los argumentos señalados, las contribuciones realizadas en estos términos son muy valiosas.

CAPÍTULO 3. EL CANAL FINANCIERO Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

En el capítulo 2 de esta investigación se presentó una propuesta teórica que ofrece las bases para emprender el estudio de la VM desde el punto de vista empírico. En adelante, el propósito es analizar los mecanismos a través de los cuales los ciclos comerciales y financieros, y la posición de la política económica, incidieron en el comportamiento de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015. Para contribuir en la consecución de este objetivo, en este capítulo se analiza la relación entre las características de los flujos financieros y el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos de la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación.

Dentro del marco teórico planteado dentro de este estudio (véase capítulo 2), la VM se definió como el grado de sensibilidad que muestra la economía de un país ante la probabilidad de ocurrencia de un *shock* externo, y la capacidad para recuperarse de los efectos adversos ocasionados por el mismo. A partir del marco teórico propuesto, hay dos grandes vías que están en el origen de la VM: la externa y la interna. Dentro de la vía externa, el punto de partida para entender la influencia de los *shocks* exógenos dentro de la dinámica económica de un país, y particularmente en las economías en desarrollo, se encuentra esbozado en el concepto de dominancia de la balanza de pagos (véase Ocampo, 2011, 2012; Thirlwall, 2011). Bajo este razonamiento, en el Esquema 2.1 (Capítulo 2) se planteó que el impacto ocasionado como resultado de los choques externos se transmite a través de dos canales: el financiero y el comercial.

Así pues, la finalidad de este capítulo es abordar el análisis del primer canal de transmisión de la VM por la vía externa, que es el financiero. Siguiendo la línea argumental planteada dentro del marco teórico, el impacto ocasionado sobre los principales agregados macroeconómicos a través del canal financiero se origina como resultado del efecto procíclico que generan los flujos de capital; que a su vez se explica por su composición, volumen y volatilidad. En este sentido, lo que se ha planteado es que, debido a las características que adoptan los flujos externos en los países en desarrollo, la economía doméstica tiende a acumular una serie de desequilibrios durante las fases de auge, tales como la apreciación cambiaria (por periodos prolongados) y el deterioro en el saldo de la cuenta corriente (Ffrench-Davis, 2015), que obligan a estas economías a realizar ajustes recesivos una vez el ciclo económico cambia de pendiente; contribuyendo de esta manera a incrementar su nivel de inestabilidad macroeconómica (Ffrench-Davis, 2010).

Desde el punto de vista teórico, el hecho de que un *shock* externo, como es el caso de los movimientos de los flujos internacionales de capital, pueda afectar la dinámica económica de un país, es un reflejo de su grado de VM. Ahora, si bien es cierto que esto se daría en la mayoría de países debido a la profundización de la integración comercial y financiera suscitada en las últimas décadas, lo que se ha planteado hasta el momento es que los efectos son más perversos en las economías en desarrollo (véase el apartado 1.3).

Bajo los argumentos esbozados hasta aquí, en adelante, el objetivo de este capítulo es examinar cómo la dinámica de los flujos internacionales de capital ha influido en el comportamiento de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo

1990 - 2015⁶⁴. En concreto, se busca mostrar la relación entre las características de las entradas de capital y la inestabilidad macroeconómica. La hipótesis que se plantea para este capítulo es que **los flujos internacionales de capital⁶⁵ jugaron un rol procíclico⁶⁶ en la economía colombiana y generaron importantes desequilibrios en sus principales agregados macroeconómicos** (Hipótesis 1).

Para cumplir con los propósitos planteados, este capítulo se encuentra organizado de la siguiente manera: en el primer apartado se describen las características de los flujos internacionales de capital durante el periodo analizado, colocando énfasis en la volatilidad⁶⁷ de los mismos, la importancia que adquieren en el PIB y los sectores hacia donde se han direccionado; particularmente en el caso de la Inversión Extranjera Directa (IED). El segundo apartado tiene como propósito examinar la relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional. El tercer apartado muestra el vínculo entre la dinámica de los flujos de capital y el comportamiento del tipo de cambio. Por último, el cuarto apartado busca mostrar, de manera parcial, el nexo existente entre el comportamiento de los flujos internacionales de capital y el desempeño del PIB colombiano⁶⁸.

3.1. COMPOSICIÓN⁶⁹ Y DINÁMICA DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

El objetivo de este apartado es describir las características, los montos y la volatilidad de los flujos de capital que ingresaron a la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015. En estos términos, se muestra hacia dónde se canalizaron las entradas de capital y, por esta vía, se empieza a dilucidar los mecanismos a través de los cuales dichos flujos afectaron el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos de este país durante el periodo de referencia de esta investigación.

Antes de hacer una revisión de la información estadística, se incluye una breve mención al contexto en el cual se presentó un cambio sustancial en la afluencia de capitales hacia la economía colombiana a inicios de la década de los noventa. Como se podrá ver, esta es una etapa fundamental en la gestión macroeconómica, ya que se emprendieron una serie de

⁶⁴ A pesar de que el periodo de referencia para esta investigación es el que se menciona, cuando sea posible, el análisis cuantitativo también se extenderá a las décadas previas (setenta y ochenta). El objetivo es tener un panorama más amplio respecto al comportamiento de las variables.

⁶⁵ Al hacer referencia a los flujos internacionales de capital, se entiende aquellos que se encuentran registrados dentro de la cuenta financiera de la balanza de pagos.

⁶⁶ El carácter procíclico de los flujos internacionales de capital viene definido por el coeficiente de correlación de los mismos y el comportamiento del PIB. Para adquirir tal calificativo, dicho coeficiente debe ser positivo (Kaminsky *et al.*, 2004).

⁶⁷ La volatilidad es un concepto aplicado a los mercados financieros y su objetivo es medir el riesgo de los activos que allí se negocian. Se define como la variabilidad, respecto al valor medio, que presenta el rendimiento o el precio de un activo, instrumento, precio o indicador financiero, en un determinado periodo de tiempo (volatilidad histórica). Dentro de la presente investigación, el análisis de volatilidad se usa para medir la inestabilidad de los flujos de capital registrados en cada uno de las categorías funcionales de la cuenta financiera de la balanza de pagos, así como del tipo de cambio (tanto nominal como real). De la misma manera, este indicador puede ser utilizado para el análisis de otras variables.

⁶⁸ Estos aspectos se amplían en los capítulos siguientes, especialmente en el cuarto y en el octavo.

⁶⁹ La composición de los flujos internacionales de capital hace referencia a la clasificación realizada por el FMI (2009) por categorías funcionales de la cuenta financiera de la balanza de pagos, y la subdivisión que posteriormente se realiza tanto por instrumentos como por actividades económicas. Dentro de esta Tesis, lo fundamental es el segundo componente, dada la importancia adquirida por las entradas netas de Inversión Extranjera Directa (IED) a lo largo del periodo de investigación, como se podrá ver en el apartado 3.1.

reformas, en distintos tópicos, que son muy relevantes para entender la influencia de las variables externas en la economía colombiana.

3.1.1. Reformas en Colombia y la afluencia de capital extranjero

Dentro de la dinámica cíclica que siguen los flujos financieros internacionales, el inicio de la década de los noventa estuvo marcado por una nueva “oleada” de entradas de capital hacia los países latinoamericanos (véase CEPAL, 2004b; Devlin *et al.*, 2005). Este nuevo contexto se presentó luego de una década (ochenta) marcada por las restricciones al financiamiento externo para esta región (Frenkel, 2003).

La afluencia masiva de capitales hacia Colombia, y a la mayoría de economías latinoamericanas, se explica por la confluencia de una serie de factores, tanto internos como externos. En el contexto interno (*pull factors*), este fenómeno estuvo asociado a la profundización de las medidas de liberalización comercial y financiera⁷⁰ (véase Cárdenas y Steiner, 1997; Ocampo y Tovar, 1998; Echavarría *et al.*, 2013; Gómez *et al.*, 2013; Lozano, *et al.*, 2013). En lo comercial, se suprimieron muchas de las trabas existentes, incluyendo una reducción sustancial de los aranceles. En términos de los flujos financieros, se eliminaron gran parte de las restricciones tanto en términos de inversiones (directa y de cartera) como de endeudamiento externo⁷¹ (Ocampo y Tovar, 1998; Alonso *et al.*, 2003; Garavito *et al.*, 2013; Gómez *et al.*, 2013). Además, dicha posición se fortaleció gracias a los programas de privatización y los atractivos que representaban los proyectos en distintos sectores, incluido el hidrocarburífero (Cárdenas y Steiner, 1997; Ocampo y Tovar, 1998; Alonso *et al.*, 2003; Garavito *et al.*, 2013; Echavarría *et al.*, 2013; Lozano *et al.*, 2013).

En materia de política económica e institucional, se adoptaron varias decisiones fundamentales con el objetivo de atraer la inversión extranjera (Garavito *et al.*, 2013; Gómez *et al.*, 2013). En este punto, vale la pena destacar los avances que se dieron para el tránsito hacia un sistema de tipo de cambio flotante (Gómez *et al.*, 2013) y la instauración de una banca central independiente⁷² (Ocampo y Tovar, 1998; Alonso *et al.*, 2003). Asimismo, se dieron pasos importantes hacia la flexibilización del sector financiero doméstico (Ocampo y Tovar, 1998); cuyas reformas se venían realizando desde la década de los setenta. Al final, todas estas medidas secundaron en unas expectativas de mayor rentabilidad para el capital extranjero (Cárdenas y Steiner, 1997; Alonso *et al.*, 2003).

En el contexto internacional, dentro de los factores que estimularon la salida de capitales hacia las economías en desarrollo (*push factors*) se podrían destacar los siguientes: la disminución de las tasas de interés y el bajo crecimiento económico de los países desarrollados, especialmente de EE.UU. (Calvo, *et al.*, 1993; Goldstein, 1995; Fernández-Arias, 1996; Lozano *et al.*, 2013), y la prevalencia de los diferenciales de tasas de interés respecto a las economías emergentes (Goldstein, 1995; Cárdenas y Steiner, 1997; Ocampo y Tovar, 1998).

Al final, la conjunción tanto de los factores externos como de los internos dieron lugar a un incremento sustancial de los flujos de capital hacia la economía colombiana. En adelante, se busca analizar las particularidades de los mismos.

⁷⁰ El proceso “formal” de apertura económica se inició en la administración Barco y fue ahondado en el gobierno de Cesar Gaviria (Ocampo y Tovar, 1998).

⁷¹ No obstante, cabe advertir que en la primera mitad de los noventa se mantuvieron algunos mecanismos de control a la entrada de capitales, especialmente de corto plazo (Ocampo y Tovar, 1998).

⁷² Estos aspectos se amplían en el Capítulo 5.

3.1.2. Cuantía de los flujos de capital

Una vez se hizo una breve referencia al contexto en el cual se inicia un nuevo ciclo de financiamiento externo hacia la economía colombiana, el siguiente paso consiste en describir las características de los flujos internacionales de capital que ingresaron a este país a lo largo del periodo de tiempo abordado dentro de esta investigación.

En términos metodológicos, se empieza analizando los montos y la composición de los flujos de capital y luego se hace un análisis de la volatilidad de los mismos. Desde la perspectiva temporal, es trascendental establecer los principales cambios en las características de estos capitales, o, por el contrario, la prevalencia de algunos de sus rasgos. Como se verá más adelante, la composición de los flujos de capital es determinante a la hora de entender la VM de la economía colombiana.

Hay dos aspectos que es muy importante resaltar respecto a la dinámica de los flujos internacionales de capital en la economía colombiana dentro del periodo de tiempo analizado: el proceso cíclico⁷³ que siguieron dichos capitales y el incremento de su importancia respecto a las décadas previas (medida por los montos que ingresaron respecto a los niveles históricos y también en términos del PIB). Los dos rasgos mencionados están vinculados directamente con la VM. En primer lugar, por el carácter de dichos flujos, que hace que se generen una serie de efectos sobre los principales agregados macroeconómicos. Y, en segundo lugar, por el volumen, ya que la sensibilidad de la economía ante los ciclos de financiamiento tiende a ser mayor.

Dentro del lapso de tiempo analizado, se puede hablar de dos periodos de entradas de capital y uno de salidas⁷⁴ (o reducción del superávit de la cuenta financiera). La primera fase donde se puede observar un fuerte incremento de las entradas de capital correspondería al lapso 1993 - 1997; la cual fue interrumpida brevemente por los efectos colaterales de la crisis mexicana (1994 - 1995). Esta primera fase de entradas de capital culminó por la combinación de una serie de factores, algunos ligados a los problemas propios de la economía colombiana, y el resto debido a los efectos derivados de las crisis de varios países emergentes (véase Gómez *et al.*, 2013; Lozano *et al.*, 2013).

La segunda fase de los ciclos de financiamiento externo se ubica precisamente en los años posteriores a la crisis de 1999, donde Colombia se enfrentó a un periodo de restricción externa. Este subperiodo comprende desde el año 1998 hasta el año 2003.

En medio de un contexto externo favorable que se dio hacia mediados de la década de los 2000, donde la característica fundamental fue la abundante liquidez internacional y un *boom* de los precios de las materias primas (Izquierdo *et al.*, 2008; Echavarría *et al.*, 2013),

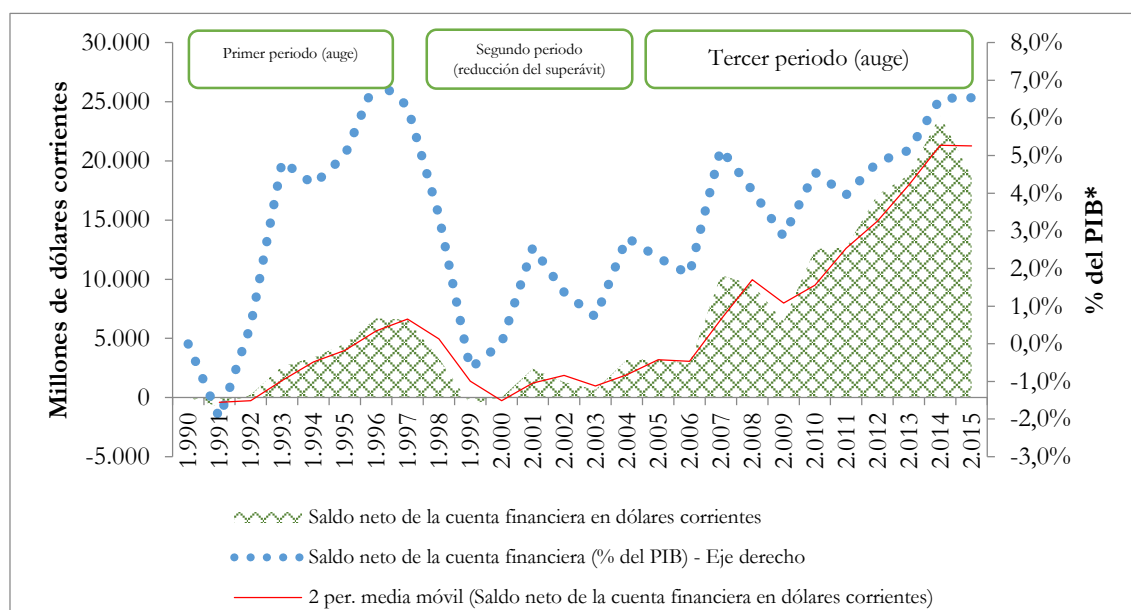
⁷³ Se entiende que hay un proceso cíclico cuando se alternan fases de auge seguidas de otras etapas donde prima la desaceleración o caída en el comportamiento de una variable determinada; en este caso, de los flujos de capital que ingresaron a la economía colombiana dentro del periodo que abarca esta investigación.

⁷⁴ La periodización es muy diferente dependiendo de los autores y los objetivos de cada investigación. Para el caso colombiano, hay algunos trabajos donde se cita periodos diferentes teniendo en cuenta un método concreto para establecer cada fase (véase Alonso *et al.*, 2003; Lozano *et al.*, 2013). Para el caso latinoamericano véase Arias *et al.* (2013). Dentro de esta investigación, los periodos se establecieron teniendo en cuenta el cambio abrupto en el comportamiento de los flujos de capital que se dio entre 1998 y 1999, donde se interrumpió la tendencia de las entradas netas de capital que habían prevalecido hasta 1997. Esto implicó, entre otras cosas, que en los años 1999 y 2000 el saldo de la cuenta financiera fuera negativo (déficit). Luego, entre los años 2001 al 2003, a pesar de que la cuenta financiera reportó un superávit, los montos no fueron representativos en términos del PIB. Esta situación cambió nuevamente a partir del año 2004.

especialmente de los hidrocarburos y de los minerales, la economía colombiana, nuevamente, se enfrentó a un incremento sustancial de las entradas de capital (tercera fase). En el marco del inicio de la crisis financiera y económica de los países desarrollados, que se dio entre los años 2008 y 2009, se presentó una breve interrupción de los flujos de capital. Una vez se asimilaron los primeros efectos de este fenómeno mundial, la afluencia de capitales hacia las economías en desarrollo, y a Colombia en particular, retomaron la senda iniciada en el año 2004. Desde luego, la dinámica de los flujos de capital hacia la economía colombiana también se vio favorecida por las medidas expansivas de política monetaria que se adoptaron en este contexto tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea⁷⁵.

A pesar de que la influencia de los factores externos en la dinámica de los flujos de capital es trascendental, los factores internos también han sido importantes a la hora de explicar su comportamiento en la economía colombiana, especialmente desde mediados de la década de los 2000. Al respecto, Ocampo *et al.* (2015) destacan los resultados macroeconómicos alcanzados en este país, especialmente en términos de la reducción de la inflación y del déficit fiscal, las mejoras en ciertos indicadores de vulnerabilidad externa, y los avances en materia de seguridad. Es en este marco donde se da la nueva oleada de capital extranjero hacia la economía colombiana, que comprende el subperiodo 2006 – 2015 (véase Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1. Saldo neto de la cuenta financiera de la balanza de pagos (millones de dólares corrientes y % del PIB*). Período 1990 – 2015



*Para calcular este porcentaje se tomó el PIB en dólares corrientes suministrado por el Banco Mundial (*World Development Indicators*) y el saldo de la cuenta financiera reportado en la balanza de pagos de Colombia (Banco de la República)

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el Banco Mundial

La importancia que han adquirido los flujos internacionales de capital⁷⁶ en la economía colombiana es muy clara a lo largo del periodo analizado (véase Gráfico 3.1). Esta situación se puede observar tanto en los montos como en la participación en el PIB⁷⁷. En términos nominales, se pasó de un saldo prácticamente nulo en el año 1990 (-1,3 millones de dólares

⁷⁵ En particular, en los países que hacen parte de la eurozona.

⁷⁶ Medida por el saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos.

⁷⁷ La participación en el PIB se calculó tomando el monto de la balanza de pagos suministrado por el Banco de la República y el PIB en dólares (corrientes) reportado por el Banco Mundial.

corrientes) a un máximo de 23.848 millones de dólares en el 2014. Este dato resulta representativo teniendo en cuenta que en el subperiodo 1990 – 1999, en total, los flujos netos de capital sumaron 26.062 millones de dólares⁷⁸. En contraste, en el lapso 2000 - 2015, el saldo neto de la cuenta financiera acumuló un total de 140.776 millones de dólares; es decir, 5.4 veces más de lo que ingresó en el subperiodo anterior (década de los 90).

En términos del PIB, mientras en el subperiodo 1990 – 1992 los flujos netos de capital que ingresaron a la economía colombiana representaron el -0,5% del PIB (tasa anual promedio), para el subperiodo 1993 – 1997 la participación media fue del 5.5%. Dicha tasa disminuyó al 1,24% en el subperiodo 1998 – 2003. Luego de este lapso donde se pudo vislumbrar una caída importante de las entradas de capital, se dio un crecimiento de la participación de dichos flujos, que llegaron a representar el 5,18% del PIB en el año 2007. En medio de la crisis de los países desarrollados (2008 -2009), aunque se presentó una disminución en las entradas netas de capital, la participación en el PIB se mantuvo en una media del 3,5%. Superada esta etapa, en el subperiodo 2010 – 2015, donde nuevamente se puede observar una oleada importante de capitales hacia la economía colombiana, la participación de estos flujos alcanzó una tasa media del 5,3% del PIB (véase Gráfico 3.1).

Más allá de la importancia adquirida por los flujos internacionales de capital en términos de los montos y de la participación en el PIB, el impacto sobre la VM depende del tipo de flujos que ingresan. Por esta razón, en el siguiente subapartado se aborda el análisis de las entradas netas de capital de acuerdo a la clasificación de las mismas.

3.1.3. Composición de los flujos internacionales de capital

Dentro de la propuesta teórica descrita en el Capítulo 2 se subrayó que los efectos que generan los flujos de capital en una economía se derivan de su composición y volatilidad. Los dos aspectos, que a su vez están relacionados, afectan a la VM de un país. En primer lugar, porque el impacto sobre los agregados macroeconómicos no es igual en uno que en otro caso⁷⁹ y, en segundo lugar, porque cada tipo de flujos tiene una dinámica muy distinta; lo que implica que su grado de reversibilidad no sería comparable.

Sobre la composición de las entradas netas de capital, hay dos elementos a estudiar: la clasificación de los flujos de acuerdo a la estructura de la balanza de pagos (categoría funcional) y su destinación, ya sea por actividad económica o por sector institucional. De esta manera, lo que se busca identificar es el tipo de flujos y hacia dónde se direccionaron las entradas de capital durante el periodo de referencia para esta investigación.

A. Flujos de capital de acuerdo a la categoría funcional de la balanza de pagos

El FMI (2009) clasifica la cuenta financiera en cinco categorías funcionales: inversión extranjera directa (IED), inversión de cartera (IC), derivados financieros (DF), otras

⁷⁸ A lo largo de este capítulo, las cifras que se muestran sobre la cuenta financiera, así como de sus categorías funcionales, se toman en términos netos, expresados en dólares corrientes; tal como se presentan en la balanza de pagos de Colombia. De acuerdo a Arias *et al.* (2013, p. 56-57) la decisión de trabajar con flujos netos obedece a estos “permiten capturar una medida en que el movimiento transfronterizo de capital lo causan inversionistas externos o residentes internos. Además, los flujos netos son estacionarios y constituyen una contrapartida natural de la cuenta corriente en torno a la cual gira el debate sobre la recuperación del equilibrio externo”.

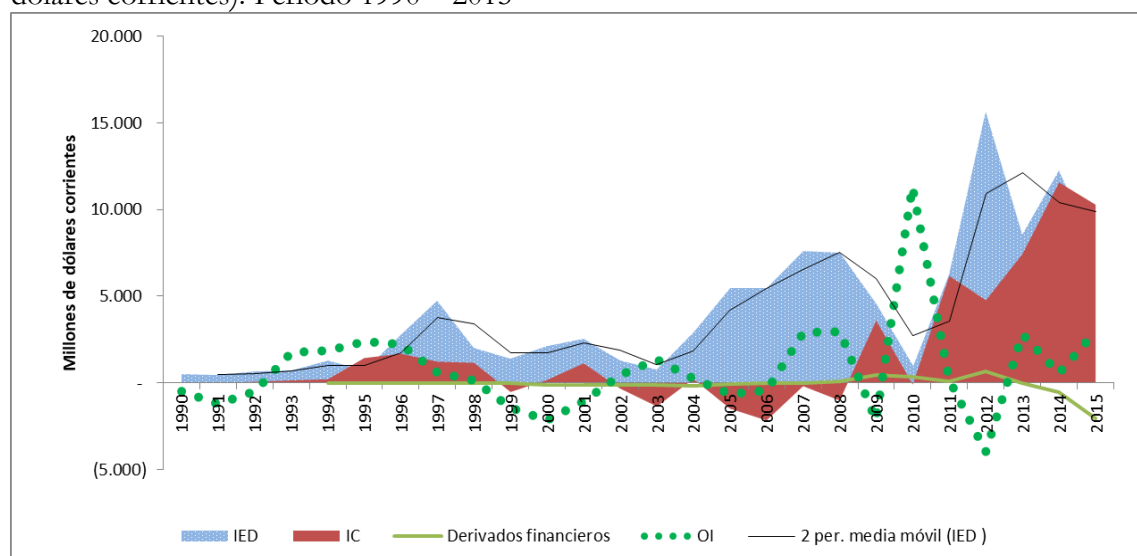
⁷⁹ Así, por ejemplo, no es lo mismo analizar los recursos que ingresan bajo la forma de Inversión Extranjera Directa (IED) que los flujos de Inversión de Cartera (IC). Estos aspectos fueron desarrollados en el marco teórico, donde se advirtió sobre las consecuencias que se pueden generar en uno u otro caso.

inversiones (OI) y activos de reserva (AR). Partiendo de esta estructura, se procedió a homologar la información de toda la serie que abarca el periodo de esta investigación⁸⁰.

Como lo muestra el Gráfico 3.2, el rubro más significativo a lo largo del periodo analizado es la IED, que a la postre se convirtió en la fuente de financiamiento externo más importante para la economía colombiana durante el periodo de tiempo analizado (véase también Garavito *et al.*, 2012, 2013; Arias *et al.*, 2013; Gómez *et al.*, 2013). Tanto es así que en el periodo 1990 – 2015 las entradas netas de IED sumaron un total de 106.661 millones de dólares; es decir, el 62,8% del saldo neto de la cuenta financiera para este lapso de tiempo.

Dentro de la dinámica de las entradas netas de capital por concepto de IED, hay un punto de inflexión marcado en el año 1996 (véase Gráfico 3.2). Los datos de la balanza de pagos muestran que entre 1990 y 1995 habían ingresado por este concepto un total de 4.325 millones de dólares (netos), que en términos del PIB representan una participación media anual del 1,26%. Como resultado de una mayor dinámica de los flujos de IED, en el subperiodo 1996 – 2000 la suma ascendió a 13.073 millones de dólares (para un promedio del 2,7% del PIB⁸¹). Ulteriormente, el fenómeno siguió expandiéndose; especialmente desde el segundo lustro de los 2000. Como consecuencia, la mayor parte de los flujos de IED se concentraron en el subperiodo 2005 – 2015, que agrupan el 76,6% (USD 81.695 millones) de los recursos que ingresaron a la economía colombiana desde 1990.

Gráfico 3.2. Composición de la cuenta financiera por categorías funcionales (millones de dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República

En el caso de los flujos de IC, que representan, teóricamente, el componente más volátil de la cuenta financiera, su comportamiento fue distinto al de la IED. En términos del volumen, los flujos de IC que ingresaron a la economía colombiana en el periodo 1990 – 2015 alcanzaron, en términos netos, un total de 44.158 millones de dólares, lo que representa una participación media anual del 0,62% del PIB.

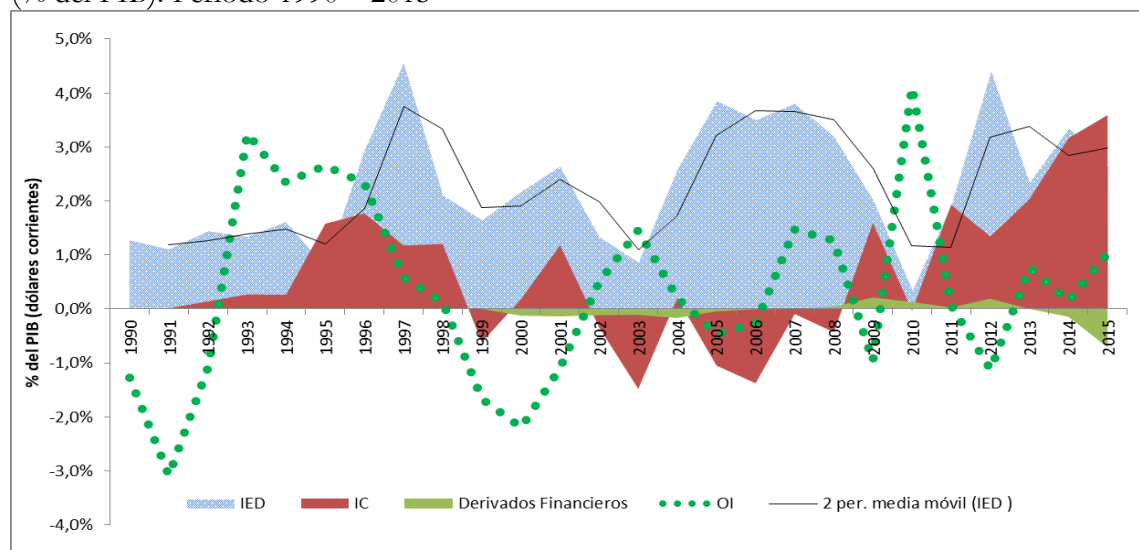
⁸⁰ La información de la balanza de pagos de Colombia, hasta el año 1993, se encuentra organizada según la cuarta edición del manual del FMI. Para el subperiodo 1994 – 1999, los datos se agruparon con las directrices de la quinta edición. Finalmente, desde el año 2000 en adelante, las cifras corresponden a la sexta edición.

⁸¹ A pesar de los efectos generados por la crisis de 1999.

Al igual que en el caso de la IED, la mayor parte de las entradas de IC se registraron a partir del año 1996. Así, mientras en el periodo 1990 – 1995 habían ingresado un total de 428 millones de dólares (en términos netos), entre 1996 y el año 2000 los flujos netos sumaron 3.725 millones de dólares. Posteriormente, entre el año 2001 y el 2010 el saldo neto de las IC fue negativo, lo que implica que por esta vía la economía colombiana no obtuvo financiamiento (neto). Así pues, las entradas de capital de este tipo se concentraron en el subperiodo 2011 – 2015, donde sumaron un total de 40.226 millones de dólares, es decir, el 90,1% del total del periodo. Esta situación también se refleja en términos del PIB. Así, mientras en el subperiodo 2011 – 2015 los flujos de cartera alcanzaron una media anual del 2,41% del PIB⁸², en el resto del periodo (1990 – 2010) representaron un promedio anual del 0,2% del PIB.

Otro hecho significativo es que desde el año 2009 en adelante la dinámica de los flujos de IC es muy parecida al comportamiento de la IED (véase Gráfico 3.3). Dicha característica se muestra tanto en términos de los montos como de la participación en el PIB, algo que representa un cambio importante con relación al resto del periodo⁸³. Al respecto, vale recordar que en el marco teórico se señaló que el incremento de la participación de los flujos de IC es una muestra de VM, debido a su mayor facilidad de reversión; lo que va a trascender, como se verá más adelante, en la trayectoria que adoptan los principales agregados macroeconómicos. Los efectos se pueden transmitir a través de diferentes variables; siendo el tipo de cambio una de las más significativas.

Gráfico 3.3. Composición de la cuenta financiera por categorías funcionales – flujos netos (% del PIB). Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República y la UNCTAD

Con relación a la categoría de OI, lo que se deduce de las cifras obtenidas de la balanza de pagos es que la importancia que representaron estos flujos dentro del periodo de tiempo estudiado fue menor con relación a las entradas netas de IC y las de IED. Además, los flujos de OI fueron relevantes, fundamentalmente, durante la década de los noventa. En términos

⁸² Los valores más altos de IC se alcanzaron en los años 2014 y 2015 con una participación del 3,16% y 3,59% del PIB, respectivamente.

⁸³ Para Gómez *et al.* (2013), el crecimiento de la participación de las inversiones de cartera luego de la crisis de 2008 – 2009 se explicaría por los diferenciales de rentabilidad, la menor aversión al riesgo y el incremento de la IED de Colombia en el exterior.

del volumen, los flujos netos que ingresaron por este concepto sumaron un total de 20.200 millones de dólares, lo que representa una media anual del 0,35% del PIB, y una participación a lo largo del periodo del 12,2% del total (véase Cuadro 3.1). Ahora, a diferencia de los flujos de IED y de IC, las variaciones en esta partida fueron más intensas (como se pudo observar en el Gráfico 3.3). Por esta razón, el subperiodo de mayor relevancia de este tipo de flujos fue el comprendido entre 1993 y 1996, donde las entradas netas por este concepto llegaron a representar, en promedio, el 2,64% del PIB. Posteriormente, en el año 2010, la participación alcanzó el 4,11%. En el resto de los años, los porcentajes no alcanzan a ser significativos.

A partir del análisis de la dinámica de las categorías funcionales de la cuenta financiera a lo largo del periodo analizado, se puede decir que la economía colombiana mostró signos muy claros de un cambio en las fuentes de financiamiento externo. Así, mientras en la primera mitad de los noventa este país se vinculó a los mercados internacionales de capital bajo la misma estrategia de las décadas precedentes (60, 70 y 80), desde 1996 en adelante prevalecieron los flujos de IED y de IC; tal y como sucedió en el resto de países latinoamericanos (véase Devlin *et al.*, 2005; Rhenals y Torres, 2010).

Analizando el comportamiento conjunto de la cuenta financiera, se destaca el saldo positivo (superavitario) y persistente de la misma. A la vez, la categoría más importante dentro de esta sub-balanza estuvo representada por los flujos de IED (véase Cuadro 3.1). No obstante, aunque en menor cuantía, las entradas netas por IC también mostraron una dinámica muy interesante, fundamentalmente en el último lustro del periodo de referencia para esta investigación.

Cuadro 3.1. Monto acumulado de los saldos netos de la cuenta financiera por categoría funcional. Periodo 1990 – 2015

Categoría funcional	Millones de dólares corrientes	Participación por categoría funcional (1990 -2015)	Participación en el PIB (promedio anual)	Participación en el PIB (máximo)
Cuenta financiera	169.839	100,0%	3,2%	7,03%
Inversión directa	106.602	62,8%	2,3%	4,56%
Inversión de cartera	44.158	26,0%	0,6%	3,59%
Derivados financieros	(1.601)	-0,9%	0,0%	0,21%
Otra inversión	20.681	12,2%	0,3%	4,11%
Activos de reserva	35.690	21,0%	0,3%	2,35%

Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República y la UNCTAD

B. Composición de los flujos de capitales por cada categoría funcional

Una vez se describió el comportamiento de la cuenta financiera por cada una de sus categorías funcionales, se aborda el estudio de la composición de las mismas. El objetivo es vislumbrar hacia dónde se dirigieron los recursos provenientes del superávit de la cuenta financiera. Por cuestiones de extensión, solamente se hace referencia a los aspectos más significativos para los objetivos de este estudio.

- Inversión Extranjera Directa (IED)⁸⁴

Inicialmente, el hecho de que los flujos de capital que ingresaron a Colombia a lo largo del periodo de esta investigación en su mayoría correspondieron a IED es algo relevante, en la medida de los aportes potenciales que estos recursos pueden hacer al crecimiento de la economía (véase apartado 1.3). No obstante, si bien es cierto que la IED puede contribuir al crecimiento económico, especialmente en las economías en desarrollo, son varios los factores que pueden hacer que el impacto sea más o menos significativo (véase Ramírez, 2006). Tal y como se advirtió en el capítulo 2, los efectos sobre la VM pueden ser distintos dependiendo de las actividades hacia dónde se direccionen dichos flujos. De ahí la importancia de analizar las características de los mismos.

Entre 1990 y 2015, los flujos de IED que ingresaron a la economía colombiana se concentraron en cuatro sectores⁸⁵: petróleo, manufacturas, minas y canteras, y servicios financieros y empresariales (véase Gráfico 3.4). Sin entrar a discutir la influencia que genera la IED sobre el crecimiento económico del país, la inversión sectorial deja ver algunas implicaciones de los mismos. Como se muestra en el Cuadro 3.2, las inversiones se dirigieron, fundamentalmente, hacia los sectores de explotación de recursos naturales (petróleo y minería), que absorbieron el 43,8% de los recursos de IED⁸⁶. Ahora bien, el periodo no es homogéneo, puesto que hay variaciones en la participación sectorial en algunos años. De este modo, si se toma el subperiodo 2001 - 2013, la concentración en estos dos sectores llegó al 51%; coincidiendo con un lapso de tiempo donde se dio un incremento sustancial de los precios de las *commodities*. En contraste, las inversiones en manufacturas, servicios financieros y empresariales, y servicios públicos, fueron más representativas durante la década de los noventa e inicios de los 2000⁸⁷ (véase también Rendón, 2006; Garavito *et al.*, 2013).

Además de la composición sectorial de la IED, también se puede dimensionar la importancia de este tipo de recursos teniendo en cuenta su participación en la FBKF agregada. Como resultado de este ejercicio, se tiene que la IED representó, en promedio, el 13,9% de la FBKF a lo largo del periodo analizado⁸⁸. Incluso, en el subperiodo 2006 – 2015, dicha ratio alcanzó, en promedio, el 16,9%. En términos de *stock*⁸⁹, el crecimiento de la importancia de la IED es mucho más pronunciado. Así, mientras en el año 1995 el *stock* de IED representaba el 5,8% del PIB, en el año 2015 este cociente alcanzó una cifra del 51%; lo que ubica a Colombia, al finalizar el 2015, por encima de la media de Sudamérica (31,3%), Latinoamérica (34,1%) y de los países en desarrollo en general (28,5%).

⁸⁴ Conceptualmente, “una relación de inversión directa surge cuando un inversionista residente en una economía hace una inversión que le confiere control o un grado significativo de influencia sobre la gestión de una empresa que es residente de otra economía” (FMI, 2009, p. 107).

⁸⁵ La clasificación sectorial, incluidas las actividades económicas, fue tomada de la balanza de pagos suministrada por el Banco de la República.

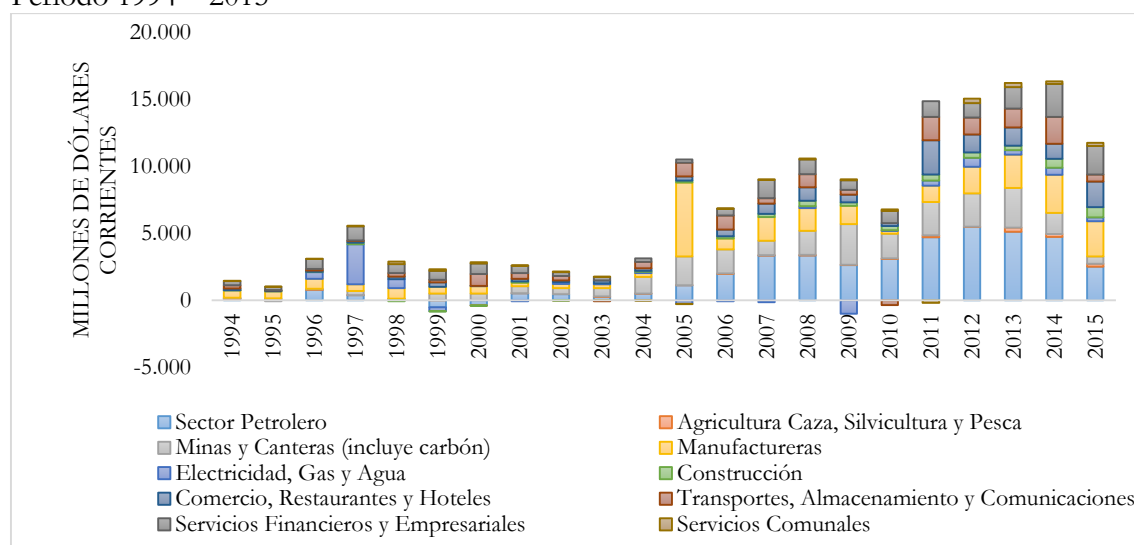
⁸⁶ En este punto, es importante resaltar las reinversiones de utilidades, cuyo componente fue muy representativo desde el año 2005 (véase también Garavito *et al.*, 2013).

⁸⁷ Dos transacciones representativas para el periodo de análisis, y particularmente para el año 2005, tienen que ver con la operación de venta de Bavaria y Coltabaco (Rendón, 2006), que se registraron como IED en manufacturas. Estas transacciones, que fueron muy específicas, alteraron sustancialmente la composición de las inversiones para este año.

⁸⁸ Cifras tomadas de la base de datos de la UNCTAD (UNCTADstat).

⁸⁹ El *stock* de una variable representa el volumen acumulado de la misma en un punto determinado del tiempo, en este caso, al finalizar cada año.

Gráfico 3.4. Composición sectorial de la IED entrante (millones de dólares corrientes). Periodo 1994 – 2015



Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República

Volviendo al análisis de la composición de esta categoría funcional de la cuenta financiera, el hecho de que la IED se haya dirigido mayoritariamente a las actividades relacionadas con la explotación de recursos naturales, sin negar el efecto positivo que pudo causar en el crecimiento económico, especialmente después del año 2004, evidencia una situación de vulnerabilidad de la economía colombiana. En este sentido, no solamente se trata de una mayor dependencia de la FBKF respecto al financiamiento externo, sino también de la profundización del modelo de inserción comercial, donde la IED contribuyó al incremento de la concentración de las exportaciones, las cuales, a su vez, profundizaron su relación con respecto a la dinámica favorable de los precios⁹⁰ (términos de intercambio).

Cuadro 3.2. Distribución sectorial de la IED en Colombia. Periodo 1990 – 2015

Sector	IED del periodo (millones de dólares corrientes)	Participación (%) en el total
Petróleo	41.970	27,1%
Manufacturas	27.802	18,0%
Minas y canteras (incluye carbón)	25.880	16,7%
Servicios financieros y empresariales	19.058	12,3%
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	13.351	8,6%
Comercio, restaurantes y hoteles	13.277	8,6%
Electricidad, gas y agua	5.018	3,2%
Construcción	4.406	2,8%
Servicios comunales	1.803	1,2%
Agricultura caza, silvicultura y pesca	1.206	0,8%
Total	153.770	100%

Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República

⁹⁰ Estos aspectos se profundizan en el Capítulo 4, donde se estudia el canal comercial.

- Inversión de cartera (IC)⁹¹

Los recursos que ingresaron por esta fuente (entradas brutas⁹²), en su mayoría, se concentraron en los títulos de deuda. Y aunque hay pequeñas variaciones a lo largo del periodo, fue el sector público el que más los demandó. Ahora, si bien es cierto que fue en la década de los noventa donde mayor importancia adquirieron estos flujos (% del PIB), el lapso de tiempo que mostró los volúmenes de entradas (brutas) más altos fue el comprendido entre los años 2009 al 2015 (USD 62.359 millones⁹³). Este fenómeno deja ver que luego de la crisis internacional de 2007 – 2009 se profundizó en el uso de este mecanismo de financiación. Dicha dinámica también fue posible porque Colombia, en el año 2011, recuperó el grado de inversión⁹⁴ que había perdido en 1999, lo cual favoreció la emisión de títulos colombianos en los mercados internacionales. En el caso de la calificación de riesgo país, medida por el EMBI (*Emerging Markets Bond Index*), pasó desde los 709 puntos en el mes de octubre de 2008 a un promedio de 180 puntos en el subperiodo 2010 - 2015.

En cuanto a los efectos que generan los flujos de IC sobre la VM, estos no se pueden observar directamente en los agregados macroeconómicos. No obstante, se podría mencionar dos vías: en primer lugar, la del tipo de cambio y, en segundo lugar, la del gasto público. Dichos aspectos se abordan más adelante.

- Otras inversiones (OI)⁹⁵

Como se advirtió anteriormente, las entradas netas de OI durante el periodo de tiempo analizado mostraron un comportamiento muy inestable, dado que en algunos años su participación fue significativa mientras que en otros fue prácticamente irrelevante⁹⁶. Además, hay diferencias a lo largo del periodo. Así, se observa una entrada significativa de recursos en los años noventa (1994 – 1998), que se reactiva solamente después del año 2006. Como un valor atípico, se resaltan los pasivos adquiridos en el año 2010, que llegan a representar prácticamente el 50% de los ingresos totales del periodo⁹⁷.

- Variación de las reservas internacionales

Dentro del análisis que se hizo en el primer apartado de este capítulo, se destacó que la economía colombiana modificó su mecanismo de financiamiento externo respecto al que había prevalecido en las décadas previas. En este marco, Colombia fue capaz de obtener un superávit (neto) de la cuenta financiera prácticamente durante todo el periodo de referencia para esta investigación. Un elemento que no se ha destacado hasta el momento es que una

⁹¹ Para el FMI (2009, p. 117), “la inversión de cartera se define como las transacciones y posiciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital, distintos de los incluidos en la inversión directa o los activos de reserva”.

⁹² Para esta categoría funcional se tomaron las cifras brutas porque la suma de los saldos netos genera un resultado prácticamente nulo, al menos en el periodo 1990 – 2008. Además, lo fundamental en esta parte del análisis es el sector institucional que recibió financiamiento.

⁹³ De los cuales, el 77% correspondieron a títulos de deuda, siendo el Gobierno General su mayor demandante (59%).

⁹⁴ Durante el subperiodo 1993 - 1998, la economía colombiana estuvo calificada con grado de inversión, que lo perdió en el segundo semestre de 1999.

⁹⁵ “Otra inversión es una categoría residual que incluye las posiciones y transacciones que no se incluyen en la inversión directa, la inversión de cartera, los derivados financieros y las opciones de compra de acciones por parte de empleados, y los activos de reserva FMI” (2009, p. 118).

⁹⁶ En cuanto a la composición de esta categoría, lo que explica su dinámica son básicamente los préstamos.

⁹⁷ Dentro de la balanza de pagos, este valor corresponde a los pasivos adquiridos por sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

parte significativa del mismo se destinó a la acumulación de reservas internacionales⁹⁸ (*stocks*), las cuales representaron a lo largo del periodo analizado una media anual del 11,2% del PIB (en dólares corrientes). Sobre este aspecto, es interesante observar que el subperiodo donde más se acumularon reservas fue entre 2004 y 2015, donde la tasa de crecimiento anual media de esta variable fue del 13,06%, a diferencia del subperiodo 1993 – 1999 donde el incremento anual apenas alcanzó el 0,55%. Como se mencionó en el marco teórico, esta situación es el reflejo de las medidas preventivas (autoseguros) que debieron adoptar los países en desarrollo luego de la crisis de varias economías emergentes a finales de los noventa; que además se vieron favorecidas por el contexto externo que se dio desde mediados de la década de los 2000 (véase Eichengreen *et al.*, 2007; Ocampo, 2007b, 2011, 2012).

Una vez realizado el análisis de las categorías funcionales de la cuenta financiera, se concluye que durante el periodo de investigación estudiado la economía colombiana obtuvo financiamiento externo fundamentalmente por la vía de la IED y la IC, por encima de los fondos correspondientes a préstamos; cuya figura había prevalecido en las décadas anteriores a los 90. Desde luego, este fenómeno es coherente con los procesos de liberalización financiera que fomentaron el uso de nuevos mecanismos de financiación, no solamente para los agentes privados, sino también para el sector público. Empero, el uso de los dichos instrumentos, especialmente de IC, aunque resultan más asequibles, también representan mayor riesgo, en la medida que son fácilmente reversibles; además de que su contribución al crecimiento de la economía es menor (respecto a la IED) y sus efectos desestabilizadores pueden ser potencialmente más grandes (Ffrench-Davis, 2010).

C. Deuda externa⁹⁹

La deuda externa es un tema de gran relevancia para los países latinoamericanos. Y aunque en el caso colombiano esta variable no ha jugado un rol tan significativo¹⁰⁰ en las últimas décadas, tampoco se puede desconocer su papel en la dinámica económica. Por esta razón, se incluye este epígrafe que busca mostrar el comportamiento de esta variable, la cual está asociada a los movimientos de las categorías funcionales de IC y OI.

En el marco teórico que se presentó en el Capítulo 2 se mencionó que una de las consecuencias asociadas a las fluctuaciones de los flujos internacionales de capital es la fuerte variación que puede presentar el tipo de cambio. Lo que se planteó es que el comportamiento de dicha variable conlleva a un crecimiento excesivo del gasto (público y privado) que posteriormente genera desajustes en los balances tanto públicos como privados cuando se agota la fase expansiva de la economía; ocasionando que muchos de los agentes económicos no sean capaces de atender los pasivos externos que acumularon durante dicho periodo. Esta situación se explicaría por los descalces tanto de moneda como de plazos (Eichengreen *et al.*, 2007; Ocampo, 2012), la “intolerancia a la deuda” de muchos de los países emergentes y el llamado “pecado original” (Eichengreen *et al.*, 2007). Por las razones anotadas, la información

⁹⁸ “Los activos de reserva se definen como activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio y para otros fines conexos” (FMI, 2009, p. 118).

⁹⁹ Los datos analizados corresponden a la deuda externa bruta. Para el Banco de la República, “se entiende por deuda externa bruta el monto, en un determinado momento, de los pasivos contractuales desembolsados y pendientes de reintegro que asumen los residentes de un país frente a no residentes, con el compromiso de reembolsar el capital, con o sin intereses, o de pagar los intereses, con o sin reembolso de capital” (recuperado el día 13 de septiembre de 2017 en www.banrep.gov.co/economia/pli/bdeudax_m.pdf).

¹⁰⁰ En el sentido de que no se ha dado una crisis de deuda o suspensión de pagos, como sí sucedió en países como Perú y México, entre otros.

relacionada con la deuda externa es fundamental para entender los desequilibrios macroeconómicos que se pueden generar en este tipo de países.

Examinando el caso colombiano, se encuentra que entre 1980 y 2016 la deuda externa (expresada en dólares corrientes) creció a una tasa media anual del 8,15%. Comparado con la década de los ochenta, donde el crecimiento medio fue del 10,53%, en el resto del periodo (1990 – 2016) el incremento también fue significativo (7,4%)¹⁰¹.

Por sector institucional, el comportamiento tanto de la deuda pública como de la privada es muy similar para el conjunto del periodo analizado (véase Gráfico 3.5). De hecho, crecieron a una tasa promedio anual del 8,91% y 7,73%, respectivamente. No obstante, la deuda externa pública generalmente ha sido mayor que la privada. Naturalmente, hay diferencias entre subperiodos; tanto por importancia en el conjunto de la deuda como en la perspectiva individual.

En el caso de la deuda privada, entre 1991 y 1997, que es donde se visualizan los primeros efectos de la apertura comercial y financiera, creció a una tasa media anual del 41,8%; es decir, se multiplicó por ocho. Como resultado, en 1994, la participación en la deuda externa del sector privado se equiparó con la del sector público, que hasta ese año había aglutinado la mayor parte de pasivos de este tipo (véase Gráfico 3.5). A partir de 1999 la deuda externa privada tendió a descender y solamente presenta una fluctuación importante desde el año 2009. Ulteriormente, entre 2009 y 2016, la deuda externa privada volvió a crecer a una tasa media anual del 14,12%.

Respecto a la deuda externa pública, los periodos donde más creció fueron, en la segunda mitad de la década de los 90, donde el incremento medio fue del 7.68% anual, y, posteriormente, durante el *boom* de los precios de las materias primas (2006 – 2013), donde el porcentaje de expansión fue del 10.7% promedio anual. Y aunque en el primer subperiodo el mayor nivel de endeudamiento se dio como antesala a la crisis de 1999, en los 2000, el crecimiento de la deuda externa pública se presentó en paralelo con un alto crecimiento de la economía.

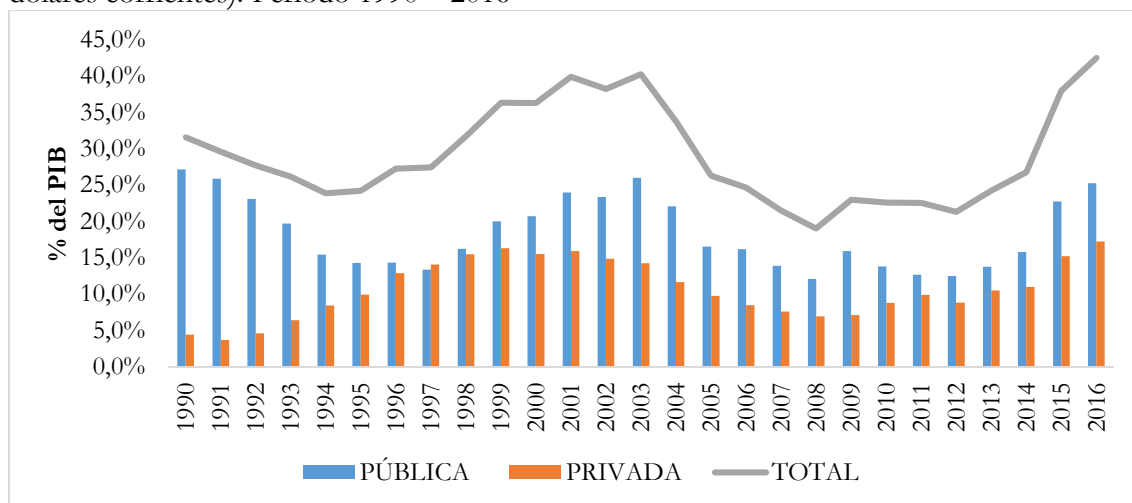
Por vencimiento, en la economía colombiana ha prevalecido la deuda externa de largo plazo. En el caso del sector privado, este cambio en la estructura de financiamiento se dio a partir de 1994, puesto que en la década de los 80 e inicios de los noventa prevalecieron los pasivos de corto plazo. En términos generales, esta situación es positiva para los balances de los agentes económicos puesto que contribuye a evitar un descalce de plazos ante una situación abrupta como la que sucedió en 1999. Sin lugar a dudas, estos cambios en la estructura de pasivos contribuyeron a reducir la vulnerabilidad externa de este país.

Como se puede ver en el Gráfico 3.5, a pesar del rápido crecimiento de la deuda externa hacia mediados de la década de los noventa, luego de 1999 se presentó un proceso de desendeudamiento (externo) del sector privado (véase también Gómez *et al.*, 2013). Como resultado, la deuda externa total (como porcentaje del PIB) disminuyó entre el año 2003 y el año 2012 (véase Gráfico 3.5), lo cual coincide con un periodo de auge de la economía colombiana, donde además coexistieron unas condiciones excepcionales de financiamiento externo, un *boom* en los precios de las materias primas, el incremento de las transferencias unilaterales y la profundización del mercado financiero doméstico (véase Ocampo, 2011, 2012; Lozano *et al.*, 2013).

¹⁰¹ La información fue obtenida de la web del Banco de la República.

Agotado el periodo de auge de los precios de las *commodities*, la deuda externa (total) nuevamente volvió a crecer, especialmente en el subperiodo 2014 – 2016. Al finalizar el año 2016, el saldo de la deuda externa se ubicó por encima de los niveles alcanzados en el año 1999; y muy cerca de los promedios de finales de la década de los ochenta (46,2%).

Gráfico 3.5. Deuda externa de Colombia por sector institucional (% del PIB expresado en dólares corrientes). Periodo 1990 – 2016



Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República, el DNP y el Banco Mundial

A partir de los resultados presentados, se concluye que la deuda externa colombiana ha seguido la dinámica de los ciclos de financiamiento externo. En estos términos, mientras en las fases de auge es donde más crece el endeudamiento, cuando la economía empieza a desacelerarse es donde se observan los mayores efectos. Dicho fenómeno fue mucho más claro durante la década de los 90, donde el crecimiento de este tipo de pasivos fue muy significativo. Posteriormente, los cambios en el contexto internacional y el fortalecimiento del mercado financiero doméstico permitieron, en general, un proceso de desendeudamiento. No obstante, hacia el fin del ciclo de las *commodities*, el *stock* de pasivos externos, nuevamente, volvió a crecer.

3.1.4. Volatilidad de los flujos financieros internacionales

Una vez se analizó la composición de los flujos internacionales de capital por cada una de sus categorías funcionales, se presenta un análisis de la volatilidad de los mismos. Este aspecto es importante para entender la VM en la medida en que los efectos que generan las entradas netas de capital sobre las economías en desarrollo se derivan, como se ha mencionado, de los cambios abruptos que estos presentan, especialmente cuando están asociados a capitales especulativos.

En el caso colombiano, la mayor parte de los capitales que ingresaron por la cuenta financiera no se pueden catalogar, formalmente, como especulativos o de corto plazo. Esta situación se pudo evidenciar en el análisis de la composición por categoría funcional, donde se observó que lo que ha primado son los recursos de IED. Asimismo, en el caso de la deuda externa, un porcentaje significativo de los pasivos corresponden a endeudamiento de largo plazo; algo que ha sido la constante desde 1994, tanto para el sector público como el privado.

Desde la perspectiva planteada hasta el momento, en este subapartado se trata de evaluar el grado de volatilidad de la cuenta financiera¹⁰², tanto a nivel general como por cada una de sus categorías funcionales. Este aspecto es relevante en el análisis de la VM por dos razones: la primera es que, si los flujos de capital son más inestables, su contribución al crecimiento de la economía, si es que existe, es mucho menor. La segunda razón es que la volatilidad de los flujos de capital tiene repercusiones en variables fundamentales como el tipo de cambio, y, por esta vía, termina afectando tanto a la oferta como a la demanda agregada.

Ya en el campo metodológico, hay varias formas para medir la volatilidad. Empero, aquí se va a utilizar el coeficiente de variación,¹⁰³ dado que este indicador muestra los valores en porcentajes de cambio y no en unidades como podría pasar con la desviación estándar o la varianza. Además, este método permite hacer comparaciones entre los subperiodos, algo que resulta muy importante para los objetivos de este capítulo.

A partir de la información reportada en la balanza de pagos, se concluye que la cuenta financiera ha mantenido un nivel de volatilidad muy similar si se compara la década de los noventa (1994 – 1999) con el subperiodo 2005 – 2015, donde incluso la dispersión ha llegado a crecer; especialmente entre los años 2005 al 2009 (véase Cuadro 3.3). Por categoría funcional, la IED presentó una mayor volatilidad durante los años noventa, pero luego disminuyó en el resto del periodo. Con respecto a la IC, su volatilidad ha tendido a aumentar, por lo menos si se compara el subperiodo 1994 - 1999 con el subperiodo 2010 – 2015.

Cuadro 3.3. Coeficientes de variación de los flujos netos (dólares corrientes) de la cuenta financiera por categoría funcional. Periodo 1990 – 2015

Categoría funcional	1994 - 1999	2000 - 2004	2005 - 2009	2010 - 2015
Cuenta financiera	0,30	0,22	0,45	0,31
Inversión extranjera directa (Pasivos netos incurridos)	0,60	0,19	0,16	0,26
Inversión de cartera (Pasivos netos incurridos)	0,39	NA*	NA*	0,49
Otra inversión (Pasivos netos incurridos)	0,36	NA*	0,62	0,31

*No se puede aplicar el método puesto que en la serie se presentan valores negativos.

Se tomaron las entradas brutas (pasivos) puesto que las cifras netas se presentaron varios periodos con valores negativos.

Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República

La situación que se acaba de describir es interesante puesto que aún en un periodo donde se supone las fluctuaciones macroeconómicas no fueron tan intensas, más allá de los efectos de la crisis de 2008-2009, el nivel de volatilidad, comparativamente, se ha mantenido. Además, este fenómeno es paradójico si se tiene en cuenta que fue en la década de los 90 donde se presentaron las mayores turbulencias en las economías en desarrollo; que en el caso colombiano derivó en la crisis de 1999. Esta situación también se refleja en el Cuadro 3.4, donde se muestra la desviación estándar de las variaciones interanuales¹⁰⁴. Como se puede

¹⁰² Conceptualmente, la volatilidad no es sinónimo de vulnerabilidad. No obstante, cuando los flujos de capital son más volátiles, la economía se vuelve más sensible ante los *shocks* externos, con lo cual, incrementa su grado de VM.

¹⁰³ El coeficiente de variación (CV) se calculó como el cociente entre la desviación estándar de los valores del periodo (S_X) y la media aritmética de los mismos (\bar{X}). $CV = \frac{S_X}{\bar{X}}$.

¹⁰⁴ La desviación estándar o desviación típica (S^2) es una medida de dispersión, que se calcula por medio de la raíz cuadrada de la varianza. Para el cálculo se procede de la siguiente manera; $S^2 = \sqrt{\frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n}}$. De donde:

ver, aunque la cuenta financiera, en su conjunto, mostró una volatilidad decreciente, no sucedió lo mismo con las categorías funcionales. Como resultado, los flujos de IED, IC y OI presentaron una dispersión mucho mayor en el subperiodo 2011 – 2015 que en los dos subperiodos correspondientes a la década de los 90. En estos términos, si la VM está asociada a la volatilidad de las entradas netas de capital, no hay muestras claras de que haya disminuido.

Cuadro 3.4. Desviación estándar de las variaciones interanuales de los saldos netos de la cuenta financiera y sus categorías funcionales (%). Periodo 1991 - 2015

Categoría funcional	Periodo				
	1991 – 1995	1996 – 2000	2001 - 2005	2006 - 2010	2011 – 2015
Cuenta financiera	4,03	73,89	78,85	1,08	0,20
Inversión directa	0,48	1,13	1,18	0,40	2,24
Inversión de cartera	5,04	2,33	4,43	2,90	28,52
Otra inversión	1,93	4,76	1,87	3,25	9,18

Fuente: elaboración propia con base en la información del Banco de la República

3.2. EL AHORRO EXTERNO Y LA VM

El objetivo de este apartado es analizar la dinámica del ahorro externo¹⁰⁵ en la economía colombiana, entendiendo que este es un factor fundamental para explicar la VM de un país. La necesidad de abordar este tema surge del cuestionamiento que se hacía en el marco teórico sobre las bondades que genera la afluencia de capitales en los países en desarrollo, en el sentido de que un monto muy importante de los mismos, en vez de canalizarse hacia la inversión productiva¹⁰⁶, termina incentivando el crecimiento en el consumo y, en otros casos, se direcciona hacia actividades especulativas, ligadas fundamentalmente a inversiones de corto plazo (véase Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005, 2010, 2015; Bresser-Pereira y Gala, 2008).

A partir de los argumentos esbozados, el ahorro externo no entraría a complementar el ahorro nacional¹⁰⁷ ni a financiar el crecimiento de la FBKF¹⁰⁸, sino que, por el contrario, debido a su naturaleza cíclica, generaría inestabilidad en el consumo per cápita¹⁰⁹

S^2 = desviación estándar; X_i = elemento u observación; X = media de la población; n = número de observaciones. Para este caso, el cálculo de la desviación estándar se realizó utilizando las variaciones interanuales puesto que esta metodología permite hacer comparaciones entre periodos en las mismas unidades, que en este caso corresponden a porcentajes.

¹⁰⁵ El ahorro externo (SE) se define como el saldo de la cuenta corriente más el saldo de la cuenta de capital con el signo invertido ($SE = -CC + CK$); o también se puede calcular como el saldo neto de la cuenta financiera menos la acumulación (variación) de reservas internacionales (Uthoff y Titelman, 1998).

¹⁰⁶ Ffrench-Davis (2005) también cuestiona las bondades del ahorro externo cuando los flujos de capital se dirigen hacia la producción de bienes no transables, debido a que este fenómeno aumentaría la VM cuando el financiamiento externo sea escaso. Esta situación se puede visualizar por la vía de los pagos factoriales, que entrarían a presionar el déficit de la cuenta corriente.

¹⁰⁷ De acuerdo a la definición de cuentas nacionales, el ahorro nacional resulta de la diferencia entre el ingreso disponible y los gastos de consumo de las familias, las personas, las empresas y el Estado.

¹⁰⁸ La FBKF es el componente más representativo de la formación bruta de capital. La diferencia con la FBK está en que en esta última se contabiliza, además, las variaciones de existencias y las adquisiciones menos las disposiciones de objetivos valiosos. La FBKF se mide por el valor total de las adquisiciones menos las disposiciones de activos fijos efectuadas las unidades productivas residentes en el país durante el período contable más ciertos gastos específicos en servicios que incrementan el valor de los activos no producidos (Naciones Unidas, 2016)

¹⁰⁹ En la fase descendente del ciclo económico, el consumo per cápita tendería a disminuir tanto por el efecto de la depreciación de la moneda como por el bajo nivel de ahorro nacional, que no es capaz de amortiguar la caída del ingreso.

intertemporal (Uthoff y Titelman, 1998; Solimano y Gutiérrez, 2006; Gutiérrez, 2007), la inversión¹¹⁰, la demanda agregada y la producción (Bresser-Pereira y Gala, 2008). En otras palabras, un mayor volumen de ahorro externo no necesariamente estaría asociado al incremento de la capacidad productiva de los países en desarrollo, ni tampoco a un mayor ritmo de crecimiento económico de los mismos (Ffrench-Davis & Reisen, 1998; Stiglitz, 2000; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2005; Bresser-Pereira y Gala, 2008).

3.2.1. La importancia del ahorro en la dinámica económica

Desde el punto de vista teórico, el impacto que genera el ahorro externo en la economía de un país está asociado a la interacción entre los efectos ingreso y sustitución (Uthoff y Titelman, 1998, p. 30). En el primer caso, el incremento del ahorro externo genera un efecto positivo en la actividad económica debido a que se flexibiliza la restricción externa (véase Thirlwall, 1979, 2011). En el segundo caso, el ahorro externo termina desplazando el ahorro interno (efecto sustitución), lo cual se explica por el efecto riqueza asociado a la apreciación de los activos, la caída de los precios de los transables (por la apreciación de la moneda) y la mayor disponibilidad de liquidez y crédito interno (Uthoff y Titelman, 1998, p. 30); que, en su conjunto, incrementarían el gasto, fundamentalmente de consumo.

Los promotores de la liberalización financiera defienden la idea de que un mayor volumen de ahorro externo debería incrementar y complementar el ahorro nacional, al menos en las economías en desarrollo donde es más escaso el capital (Lucas, 1990; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Uthoff y Titelman, 1998). Sin embargo, lo que se plantea en este apartado es lo contrario. Es decir, en los países en desarrollo, y particularmente en América Latina, en las etapas de auge de los flujos de capital, el ahorro externo ha terminado expulsando o desplazando el ahorro interno (Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Uthoff y Titelman, 1998; Stiglitz, 2000; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005; Gutiérrez, 2007; Bresser-Pereira y Gala, 2008); haciendo que prevalezca el efecto sustitución. Lo contrario sucede en los episodios de crisis o desaceleración de la economía, donde la FBKF queda supeditada únicamente a la disponibilidad de recursos provenientes del ahorro interno. Dado que el ahorro nacional resulta insuficiente para financiar la inversión, el crecimiento de la capacidad productiva de estos países terminaría dependiendo de la dinámica cíclica del ahorro externo¹¹¹ (Gutiérrez, 2007; Manuelito y Jiménez, 2014).

Debido a las consecuencias que genera la dependencia del ahorro externo para las economías en desarrollo, la necesidad de fortalecer el ahorro nacional es evidente (CEPAL, 2001; Manuelito y Jiménez, 2014). De hecho, un bajo nivel de ahorro nacional se convierte en una restricción para la inversión (Gutiérrez, 2007). Al respecto, hay que tener en cuenta que, en un contexto de movimientos imperfectos de capital, la relación entre el ahorro nacional y la inversión resulta muy significativa, especialmente para los países en desarrollo (Solimano y Gutiérrez, 2006; Gutiérrez, 2007).

¹¹⁰ La inversión se afecta tanto en su cuantía como en la volatilidad. En el primer caso, el ahorro externo desestimula la inversión debido a que la apreciación cambiaria incrementaría los salarios reales, y por tanto los costos; reduciendo de esta manera la rentabilidad de las empresas (Bresser-Pereira y Gala, 2008). Además, debido al proceso cíclico que sigue el ahorro externo, la inversión se vuelve más volátil, lo cual afecta el proceso de acumulación de capital y, por esta vía, al crecimiento económico de un país (Uthoff y Titelman, 1998; Gutiérrez, 2007).

¹¹¹ La parte que se destina a la FBKF.

En los términos planteados hasta el momento, la tasa de ahorro, su composición y el financiamiento de la inversión¹¹² son fundamentales para entender la VM de un país. El hecho de que el coeficiente de ahorro nacional sea significativo garantiza la sustentabilidad del crecimiento económico (Uthoff y Titelman, 1998, p. 25; Solimano y Gutiérrez, 2006; Gutiérrez, 2007; Manuelito y Jiménez, 2014), determina el grado de vulnerabilidad externa de un país (CEPAL, 2001; Gutiérrez, 2007; Manuelito y Jiménez, 2014) y, por último, permite a la autoridad económica compatibilizar los objetivos de estabilidad de precios y tipos de cambio competitivos (Uthoff y Titelman, 1998, p. 25).

3.2.2. El ahorro nacional, el ahorro externo y la dinámica de la inversión en Colombia

El objetivo de este subapartado es describir la dinámica del ahorro externo en la economía colombiana y su relación tanto con el ahorro nacional como con la inversión. Para tener una visión más amplia en el plano empírico, se muestra la información desde el año 1970 hasta el 2015, haciendo énfasis en los años que supone la apertura económica.

Como se puede ver en el Gráfico 3.6, la tasa de ahorro nacional en Colombia ha permanecido en unos niveles muy bajos¹¹³ durante el periodo de profundización de la liberalización comercial y financiera iniciado en los años noventa, sin mostrar grandes diferencias respecto a los años previos¹¹⁴. Esta situación supone que, aunque se ha incrementado la entrada de capitales¹¹⁵, tal y como se mostró en el apartado anterior, el ahorro nacional no ha crecido. Es más, ha tendido a disminuir. Dicho comportamiento se puede observar en la tasa media de ahorro nacional (% del PIB), que en el subperiodo 1990 - 2015 fue, en promedio, del 18,9%. Comparando los subperiodos, entre 1990 y 1999 la tasa anual media del ahorro nacional fue del 19,2% (contando con la crisis de 1999), entretanto, en el subperiodo 2000 - 2015 dicho porcentaje alcanzó el 18,8% del PIB.

Como se mencionó al inicio de este apartado, para los países en desarrollo es fundamental el incremento del ahorro nacional, como una condición que posibilita el financiamiento de la inversión, la acumulación de capital y el crecimiento económico. Con la información presentada hasta el momento, se puede ver que el proceso de apertura económica y financiera no ha supuesto un incremento del ahorro nacional en la economía colombiana.

Dado que el ahorro nacional no ha presentado grandes variaciones, más allá de la crisis de 1999, las fluctuaciones de la FBKF durante el periodo de profundización de la apertura en la economía colombiana han quedado supeditadas al comportamiento de los flujos

¹¹² Desde el punto de vista agregado, la inversión se financia por la suma del ahorro nacional y el ahorro externo.

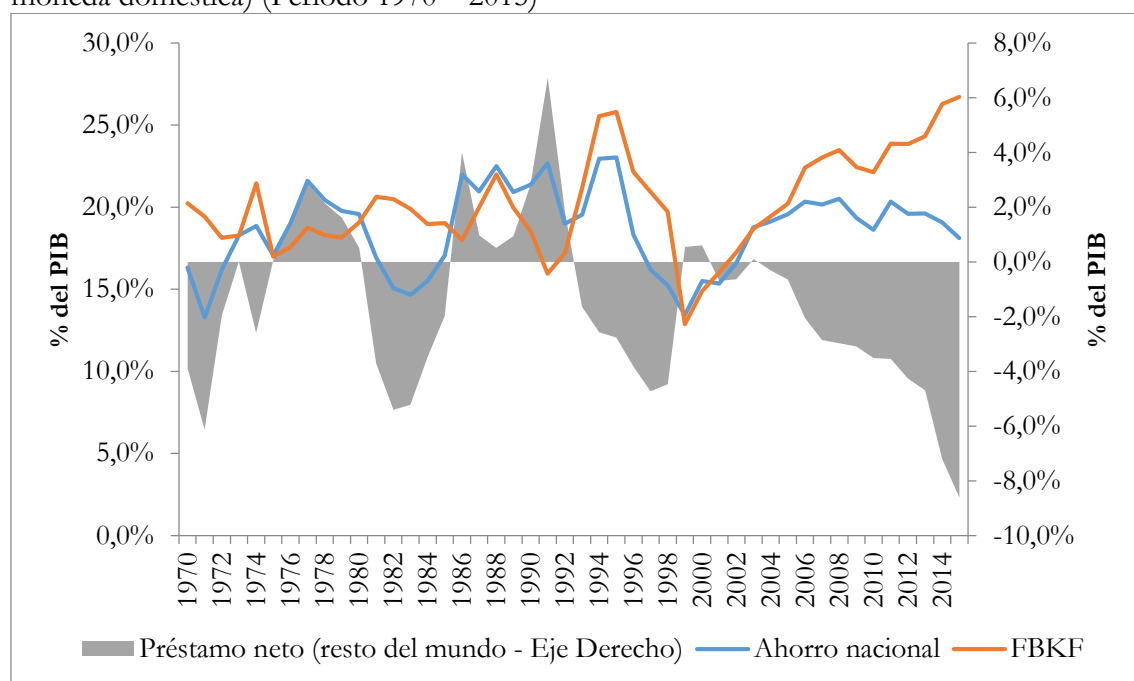
¹¹³ La tasa de ahorro nacional se calcula como el cociente del ahorro nacional bruto y el PIB, expresados en términos corrientes. Para los cálculos se tomaron tres series de cuentas nacionales (DANE). La primera corresponde al periodo 1970 - 1993. La segunda cubre el periodo 1994 - 1999. Y la tercera, toma como referencia el periodo 2000 - 2015. El ejercicio tampoco se podría hacer en términos constantes, porque la evaluación solamente sería posible para periodos concretos donde las cifras sean comparables.

¹¹⁴ Entre 1970 y 1989 la tasa de ahorro (promedio) fue del 18,3% del PIB.

¹¹⁵ El saldo de la cuenta corriente es una medida que representa el endeudamiento o préstamo neto de la economía, que también se puede interpretar como la brecha entre el ahorro y la inversión ($CC = S - I$). Para el caso colombiano, la cuenta corriente muestra un saldo negativo (excepto los años 1999 y 2000) a lo largo del periodo analizado. Esto quiere decir que en el periodo de apertura (desde 1993) se ha requerido constantemente de la financiación externa. Incluso, en los periodos de incremento de los precios de los bienes de exportación (hidrocarburos y minería) no se llegó a obtener un saldo positivo. De esta manera, Colombia pasó de un superávit entre 1990 y 1992, a un déficit entre 1993 y 1998, que alcanzó como media el -4,7% del PIB. Después de la crisis de 1999, el déficit externo ha vuelto a crecer. Entre 2001 y 2015, la tasa media fue del -2,6% del PIB. No obstante, hay que tener en cuenta que entre 2010 y 2015 el porcentaje alcanzó el -4%, y en los años 2014 y 2015, la cifra alcanzó el -5,2% y -6,5% del PIB, respectivamente.

internacionales de capital; lo que se convierte en un sinónimo de VM¹¹⁶. ¿Dónde está el problema? Precisamente, la dificultad se encuentra en que el ahorro nacional no ha crecido (% del PIB), por lo cual, para garantizar un nivel de inversión mayor, debe sostenerse la financiación externa; que, como se ha recalcado, está sujeta a una dinámica cíclica. Además, hay que resaltar que el crecimiento del financiamiento externo ha sido posible en el marco de un auge extraordinario de los precios de las *commodities* (hidrocarburos y minería para el caso colombiano) que tuvo lugar desde mediados de la década de los 2000. Por lo cual, una vez se eliminan las condiciones favorables, lo más probable es que los flujos de capital cambien de sentido; tal y como viene ocurriendo en los últimos años.

Gráfico 3.6. El ahorro y la financiación de la FBKF en Colombia (precios corrientes en moneda doméstica) (Periodo 1970 – 2015)



La información del ahorro nacional y la FBKF fue obtenida del DANE, a partir de tres series de las cuentas nacionales: 1975-1995, 1990 – 2005 y 2000 – 2015.

Fuente: elaboración propia a partir de información del Banco de la República, el DNP y el DANE

La FBKF también ha permanecido en niveles relativamente bajos. Y aunque es cierto que hubo un crecimiento significativo desde la caída que mostró esta variable en el año 1999 (donde se ubicó en el 12,9% del PIB), las cifras que se tienen en los últimos años son apenas comparables con las registradas durante la primera parte de la década de los 90¹¹⁷ (véase Gráfico 3.6). Incluso, si se tiene en cuenta que desde el año 2004 se dio un efecto sustancial originado como producto del incremento de los precios las materias primas, la realidad es que la FBKF ha crecido muy poco.

¹¹⁶ En el periodo 1994 – 1998, la FBKF se financió, en promedio, en un 16,7% con recursos de ahorro externo; entretanto, en el periodo 2006 – 2015, dicho porcentaje alcanzó el 17,5%. Esta situación llega a ser más crítica en los años 2014 y 2015 donde el porcentaje alcanzó el 27,4% y 32,2%, respectivamente; es decir, una tercera parte de la inversión total.

¹¹⁷ Entre el año 2000 y el 2015, la FBKF representó, en promedio, el 21,6% del PIB. Entretanto, entre el año 1990 y 1999, la media fue del 20% del PIB. Si se toma el periodo 1970 - 1989, dicho porcentaje alcanzó el 19,3% del PIB.

A partir de la información presentada hasta el momento, se puede concluir que a lo largo del periodo de investigación tanto el ahorro nacional como la FBKF siguen estancadas, con el aliciente de que la dependencia de la financiación externa es cada vez más evidente, lo que implica un incremento en el nivel de VM de la economía colombiana.

- Ahorro nacional y FBKF por sectores institucionales

Si bien es cierto que tanto el ahorro nacional como la FBKF no han tenido grandes modificaciones a lo largo del periodo analizado, sí hay cambios importantes en los aportes que hicieron los diferentes sectores institucionales. Al respecto, hay que tener en cuenta que las fuentes que financian la inversión no representan una cuestión menor, debido a las distorsiones inducidas en la asignación de recursos (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

En el marco teórico propuesto en el capítulo 2 se destacó que una consecuencia de una mayor afluencia de capitales es el desajuste de los balances privados. Este fenómeno se genera porque el incremento de los flujos de capital tiende a incentivar el consumo, y, por tanto, reduce la capacidad de ahorro de los hogares, las empresas y el mismo gobierno.

Para el periodo analizado dentro de esta investigación, hay dos fenómenos muy bien marcados en la economía colombiana: la caída en el saldo neto de los hogares y la tendencia creciente al endeudamiento del sector privado¹¹⁸ (véase Gráfico 3.7).

En cuanto a los hogares¹¹⁹, que en el periodo previo a la apertura habían financiado una proporción mayor de la inversión privada, lo que se puede identificar es que poco a poco han perdido dicha función. Esta situación es visible en el subperiodo 1991 – 1994 y posteriormente entre 1999 y 2015. En este último subperiodo, la tendencia es mucho más clara: los hogares pasaron de obtener un excedente del 5% del PIB a un saldo neto del 0,1% en 2015. Esta situación se explica porque mientras la FBKF (de los hogares) se incrementó luego de la crisis de 1999, pasando de una tasa del 1% del PIB al 6,6% en 2015, el ahorro de este sector institucional pasó del 6% del PIB al 6,6% en el mismo subperiodo.

Tomando un periodo de tiempo más amplio, el ahorro de los hogares pasó de un promedio anual del 8,1% del PIB en el subperiodo 1970 – 1989 a una media anual del 6,7% entre 1990 y 2015. Incluso, en los subperiodos de una gran afluencia de capitales (1993 – 1998 y 2005 – 2015), los porcentajes fueron del 6,8% y 5,7% respectivamente. De esta manera, se puede ver la relación inversa entre el aumento del ahorro externo y el deterioro del ahorro de los hogares; tal y como se había sugerido en el marco teórico.

Con respecto a las empresas¹²⁰, se observa un incremento tanto del ahorro como de la FBKF. Empero, la FBKF creció mucho más rápido que el ahorro, generando así un incremento del déficit privado. Así, mientras el ahorro de las empresas representó un promedio anual del 8,9% del PIB entre 1990 y 2015, la FBKF de este sector institucional fue del 12,2%; lo que implica una brecha de 3,3 pp. La diferencia fue mayor en el subperiodo 2005 – 2015, caracterizado por una fuerte afluencia de capitales, donde el ahorro de las empresas alcanzó

¹¹⁸ Para los cálculos que se presentan, tanto el ahorro (Sp) como la FBKF del sector privado (FBKFp), equivalen a la suma de los valores correspondientes a las sociedades no financieras (SNF), las sociedades financieras (SF), los hogares (H) y las ISFLSH. $Sp = FBKFp + SNF + SF + H + ISFLSH$

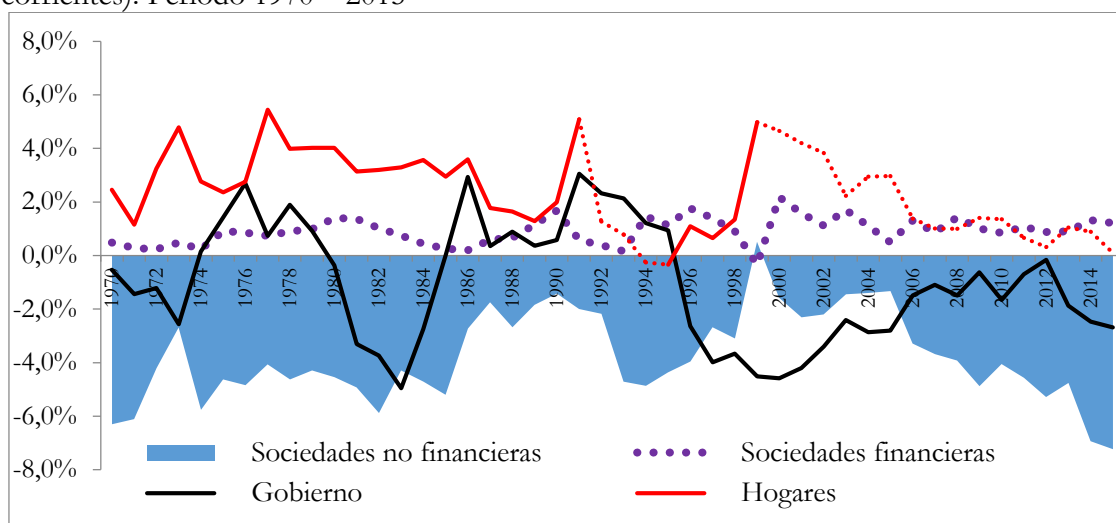
¹¹⁹ Los datos corresponden a las cifras reportadas en las cuentas nacionales (DANE). Dado que los valores no se encuentran desagregados para el periodo 1970 – 1993, se incluyó el valor de las ISFLSH, aunque su participación no es significativa.

¹²⁰ En las cuentas nacionales se agrupan como sociedades no financieras.

(en promedio) el 9,6% del PIB y la FBKF llegó a una tasa media anual del 14,4%; es decir, una diferencia de 4,8 pp. Esta situación también se pudo ver en el subperiodo 1993 – 1998, donde, en promedio, la brecha ahorro – inversión alcanzó los 3,9 pp.¹²¹

A partir de las cifras mostradas hasta el momento, lo más relevante es que el desfase generado entre el ahorro y la inversión (véase Gráfico 3.7) tendió a crecer en los periodos de auge de la economía colombiana, que a su vez han estado asociados a los efectos de los *shocks* externos. Esta situación, desde luego, contribuye a explicar el nivel de VM del país, en principio, por la dependencia del contexto internacional, y luego, por la forma como se dan los ajustes durante las fases de crisis, principalmente por el lado de la inversión; como sucedió en el año 1999.

Gráfico 3.7. Brecha ahorro - inversión por sector institucional (% del PIB en pesos corrientes). Periodo 1970 – 2015



Fuente: elaboración propia a partir de la información suministrada por el Banco de la República, el DNP y el DANE

En el caso del sector público¹²², la brecha ahorro – inversión pasó de un saldo positivo entre 1986 a 1995 a un resultado negativo en el resto del periodo. Al respecto, hay que tener en cuenta que el Gobierno Central, y el sector público en general, se benefició, durante la década de los noventa, de los ingresos derivados de la privatización de varias empresas públicas, y posteriormente, en el subperiodo 2004 – 2014, de las rentas derivadas del *boom* de precios de las materias primas, lo que permitió incrementar los ingresos de este sector institucional.

Analizando cada variable por separado, se puede ver que la FBKF del gobierno tendió a disminuir, pasando de invertir una media del 3,9% del PIB entre 1990 y 1999, a un promedio anual del 3% entre 2000 y 2015. Incluso, en el periodo de bonanza registrado entre 2005 y 2015, la FBKF del gobierno registró una tasa promedio del 3,2% del PIB.

En el caso del ahorro público, también hay una tendencia decreciente. Así, mientras en el subperiodo 1990 – 1999 la tasa media anual llegó a ser del 3,5% del PIB, en el subperiodo 2000 – 2015 dicho porcentaje solamente alcanzó el 0,8%. En el subperiodo 2005 – 2015, la tasa de ahorro media del sector público fue del 1,6%. A partir de estas cifras, se concluye que

¹²¹ En el subperiodo 1990 – 1999 la brecha ahorro - inversión alcanzó, en promedio, el 2,8%.

¹²² En las series de cuentas nacionales (DANE), los conceptos tanto en ahorro como en FBKF se registran, para el periodo 1970 – 1993, como administraciones públicas, y en el resto del periodo (1994 – 2015) simplemente como gobierno.

tanto el ahorro como la inversión pública mostraron una dinámica decreciente. No obstante, la mayor disminución estuvo en la FBKF.

Al final, si se toman los tres sectores institucionales, lo que explica la dinámica del endeudamiento externo (brecha ahorro– inversión) es el desfase generado entre la tasa a la cual creció la FBKF y la correspondiente al ahorro, en el caso de en las empresas, la caída del ahorro de los hogares, y la persistencia del déficit del sector público. Este último caso es interesante ya que la inversión pública realizada, aunque no creció (como % del PIB), fue superior al ahorro; incluso en los periodos de bonanza económica (véase Gráfico 3.7). Otro aspecto muy importante para destacar es el cambio en el mecanismo de financiamiento de la FBKF. Así, mientras en los años previos a la profundización de la apertura económica eran los hogares, y las mismas empresas, las que financiaban la inversión, lo que se pudo observar durante el periodo de investigación analizado es que dicha función ha ido recayendo en el capital extranjero. Dicho hallazgo es perfectamente compatible con los argumentos señalados en el marco teórico.

3.2.3. La relación de largo plazo entre el ahorro nacional y el ahorro externo¹²³

Una vez se hizo el análisis descriptivo de la relación entre el ahorro nacional y el ahorro externo, en este subapartado se examina dicho vínculo a partir de un ejercicio formal. La hipótesis que se intenta probar es que, en el periodo 1990 - 2015, se dio una relación de sustitución entre el ahorro externo¹²⁴ y el ahorro nacional.

Para el desarrollo del ejercicio econométrico se utilizaron como variables exógenas¹²⁵ el ahorro externo (Sext), la formación bruta de capital (FBK), expresadas como porcentaje del PIB, y el PIB per cápita, expresado en dólares constantes de 2010¹²⁶, tomado en logaritmos (LOGPIBPCA). La variable endógena es el ahorro nacional (Snal), expresado como porcentaje del PIB. Inicialmente, se probó con otras variables como la inflación, la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PIB (precios constantes)¹²⁷, pero no resultaron significativas desde el punto de vista estadístico.

La metodología a utilizar para el desarrollo del modelo econométrico empieza con la aplicación de las pruebas de raíces unitarias para las cuatro series analizadas¹²⁸. Posteriormente, se pasa a determinar la relación de cointegración entre las variables, inicialmente con la propuesta de Engle y Granger (1987), y luego con el método multivariado de Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990).

¹²³ La justificación teórica se presentó en el subapartado 3.2.1.

¹²⁴ Siguiendo el procedimiento señalado por Uthoff y Titelman (1998), el ahorro externo (SE) se calculó como el saldo de la cuenta corriente más el saldo de la cuenta de capital con el signo invertido ($SE = -(CC+CK)$). La información se obtuvo de las estadísticas de la balanza de pagos suministrada por el Banco de la República. Los datos están expresados en términos corrientes.

¹²⁵ Las cifras para calcular la participación del ahorro nacional y la FBK dentro del PIB se encuentran expresadas en términos corrientes. Esta decisión se tomó por dos razones: en primer lugar, porque no hay una serie completa para todo el periodo; haciendo necesario utilizar las cifras de tres series estadísticas proporcionadas por el DANE (1975 – 1995; 1994 – 2005; 2000 – 2015). Y, en segundo lugar, porque no hay grandes diferencias respecto a las series parciales tomadas en precios constantes.

¹²⁶ Los datos del PIB per cápita se obtuvieron del Banco Mundial (*World Development Indicators*).

¹²⁷ Estas variables han sido utilizadas en otros estudios como el de Ocampo *et al.* (1990) y López *et al.* (1996), Uthoff y Titelman (1998) y Bresser-Pereira y Gala (2008).

¹²⁸ Antes de aplicar las pruebas de raíces unitarias se examinó que la constante y la tendencia eran estadísticamente significativas para las tres variables. En todos los casos, se pudo demostrar tal condición.

A. Pruebas de raíces unitarias

Dentro del procedimiento señalado tanto por Engle y Granger (1987) como por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990), se requiere que las series de tiempo a estudiar tengan el mismo orden de integración. Para verificar el cumplimiento de este requisito, se aplicó las pruebas de Dickey-Fuller Aumentada (en adelante, ADF) y la Phillips-Perron (en adelante, PP). Para la prueba ADF se utilizó cinco rezagos, que fueron determinados mediante el criterio de información de Schwarz (SIC).

En la Tabla 3.1 se muestran los resultados de la prueba ADF (5), utilizando los tres métodos: con constante (intercepto), con constante y tendencia y, sin constante ni tendencia. En la Tabla 3.2 se reportan los resultados de la prueba PP.

Tabla 3.1. Prueba de raíces unitarias para las variables incluidas en la regresión del ahorro nacional (prueba ADF)

Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	
En niveles							
Snal	-1,9659	0,2990	-1,9130	0.6191	-0,5469	0.4703	I(1)
Sext	-2,7185	0.0845	-4,5925	0.0059**	-1,0731	0.2486	I(1)
FBK	-2,0771	0.2548	-2,5576	0.3006	0.371737	0.7844	I(1)
LPIBPC	1.124965	0.9966	-0,6667	0.9653	4.920037	1.0000	I(1)
En primeras diferencias							
ΔSnal	-4,5695	0.0013**	-4,4569	0.0080**	-4,6479	0.0000**	I(0)
ΔSext	-4,8968	0.0006**	-4,8062	0.0036**	-4,9125	0.0000**	I(0)
ΔFBK	-3,7901	0.0083**	-3,7474	0.0367*	-3,8235	0.0005**	I(0)
ΔLPIBPC	-3,8429	0.0074**	-4,0102	0.0212*	-2,4367	0.0170**	I(0)

*Significativo al 5%. **Significativo al 1%

p-valores* McKinnon (1996)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Tabla 3.2. Prueba de raíces unitarias para las variables incluidas en la regresión del ahorro nacional (prueba PP)

Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	
En niveles							
Snal	-2,0880	0.2507	-2,0409	0.5528	-0,5551	0.4669	I(1)
Sext	-1,9688	0.2978	-2,4105	0.3660	-1,2386	0.1922	I(1)
FBK	-1,4868	0.5243	-2,0005	0.5739	0.371737	0.7844	I(1)
LPIBPC	0.899883	0.9938	-0,9032	0.9405	4.103651	0.9999	I(1)
En primeras diferencias							
Δ Snal	-4,5545	0.0013**	-4,4163	0.0087**	-4,6461	0.0000**	I(0)
Δ Sext	-4,1598	0.0035**	-4,0712	0.0186*	-4,1223	0.0002**	I(0)
Δ FBK	-3,7512	0.0091**	-3,7116	0.0395*	-3,7933	0.0005**	I(0)
Δ LPIBPC	-3,8319	0.0075**	-4,0008	0.0216*	-2,4367	0.0170*	I(0)

*Significativo al 5%. **Significativo al 1%

p-valores* McKinnon (1996)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Desde el punto de vista metodológico, tanto en la prueba ADF como en la PP la hipótesis nula es que la serie no es estacionaria. Por tanto, cuando el estadístico t es superior (en términos absolutos) a los valores críticos de MacKinnon (1996) se rechaza la hipótesis nula

que sugiere la existencia de una raíz unitaria dentro de la serie. A partir de los datos reportados en la Tabla 3.1, con base en la prueba ADF, se concluye que las series de tiempo son no estacionarias en niveles, pero sí lo son en primeras diferencias. La prueba PP confirma las conclusiones que se habían señalado a través del test ADF (véase Tabla 3.2), por lo cual, hay unanimidad en los resultados respecto al orden de integración de las variables.

En suma, a partir de las pruebas aplicadas (ADF y PP), se puede concluir que las cuatro series contempladas para el desarrollo del modelo son integradas de orden uno I (1). Dado que se cumple la condición básica señalada por Engle y Granger (1987), Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990), se procede al análisis de cointegración.

B. Análisis de cointegración

Empezando por el procedimiento señalado por Engle y Granger (1987), primeramente, se procedió a estimar el modelo de regresión a través del método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), donde la variable dependiente es el $Snal$, y las variables independientes son la FBK , el $Sext$ y el $LOGPIBPCA$ (en paréntesis los errores estándar). Los resultados se muestran en la ecuación 3.2.3.1.

$$Snal = 0.692796 + 1.175744FBK - 0.991928Sext - 0.195314LOGPIBPCA + \mu_t$$

(0.055) (0.042) (0.048) (0.016) [3.2.3.1]

Como se puede observar en la Tabla 3.3, el modelo descrito en la ecuación no tiene problemas heteroscedasticidad, autocorrelación ni multicolinealidad¹²⁹. Además, los residuos se distribuyen de manera normal. De esta forma, la estimación cumple con los parámetros básicos de un modelo de regresión, mostrando significancia tanto desde el punto de vista individual como conjunta.

Tabla 3.3. Pruebas de los parámetros de la regresión del modelo de ahorro nacional

Normalidad		Autocorrelación		Heterocedasticidad (Breusch-Pagan-Godfrey)	
Jarque-Bera	Probabilidad	F-statistic	Probabilidad	F-statistic	Probabilidad
0,7588	0,6842	0,5322	0.5954	0,1783	0,9099
Estadístico Durbin-Watson		R^2		F-statistic	
1,99682		0.97		264.28	

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Para determinar la estabilidad de los parámetros de la regresión, se aplicaron dos pruebas que son: el test de Chow y el de CUSUM. En el primer caso, tomando como referencia el periodo 1990 – 2015, se puede aceptar, con un 95% de confianza, la hipótesis alternativa, que aportaría evidencia en el sentido de que existe un punto de quiebre (*breakpoint*) dentro de la serie, que correspondería al año 1994. Esto quiere decir que no habría permanencia estructural de los parámetros. Sin embargo, al realizar la prueba de CUSMUM y CUSUMQ (CUSUM of squares), se rechazó la posibilidad de existencia de un punto de quiebre. Al aplicar las pruebas gráficas, se concluye que la relación entre los parámetros no está afectada por algún tipo de quiebre estructural.

¹²⁹ Este supuesto se evaluó a partir de los factores de inflación de varianza.

A pesar de que los coeficientes mostrados en la ecuación 3.2.3.1 resultan estadísticamente significativos, es necesario descartar que la relación que muestran las variables incorporadas dentro del modelo estimado por MCO es espuria (Engle y Granger, 1987). En otras palabras, se trata de mostrar que hay una relación de largo plazo entre las variables.

Desde el punto de vista metodológico, las pruebas ADF y PP mostraron que las series incorporadas dentro del modelo de ahorro nacional no son estacionarias en niveles, pero sí lo son en primeras diferencias (véase Tablas 3.1 y 3.2), lo que implica que tienen el mismo grado de integración I (1). Por tanto, es posible aplicar el análisis de cointegración tanto por el método de Engle y Granger (1987), como por el de Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990).

Siguiendo el procedimiento señalado por Engle y Granger (1987), se examinaron los residuos obtenidos dentro del modelo estimado por MCO, cuyos resultados se mostraron en la ecuación 3.3.2.1. Para cumplir con este propósito, se utilizó la prueba ADF (sin contraste ni tendencia). El número de rezagos incluido de acuerdo al criterio de información de Schwarz es de cinco (5). Como se puede observar en la Tabla 3.4, los residuos de la ecuación son estacionarios. De esta manera, con base en la propuesta de Engle y Granger (1987), se puede afirmar que hay la suficiente evidencia estadística para afirmar que existe una relación de largo plazo entre el Snal, Sext, FBK y LOGPIBPCA. En este caso, es importante resaltar el coeficiente negativo del ahorro externo, lo cual apoya la hipótesis planteada sobre la sustitución del ahorro nacional para el periodo 1990 – 2015.

Tabla 3.4. Resultados de la prueba ADF (5) para los residuos de la regresión

Variable	Estadístico t	Valor crítico al 5%*
Residuos de la regresión	-4,9006	-3,34

*p-valores Davidson y MacKinnon (1993, tabla 20.2)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Una vez desarrollado el primer procedimiento de cointegración, se pasa al análisis de las series a través de la prueba de máxima verosimilitud, incorporado dentro del método multivariado de Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990). Para aplicar este método, en primer lugar, se determinó el número de rezagos óptimos a incluir dentro del modelo de vectores autorregresivos (VAR). Para este propósito, se utilizó los criterios de información de Akaike (AIC), Schwarz (SC), Hannan-Quinn (HQ) y la prueba de error de predicción final (FPE). Como resultado de este procedimiento, se determinó que el número de rezagos óptimos es de tres (3). El VAR de orden tres (3) se expresan de la siguiente manera:

$$X_t = A_1 A_{t-1} \dots + A_p A_{t-p} + BX_t + \mu_t \quad [3.2.3.2]$$

De donde:

X_t [Snal, Sext, FBK, LOGPIBPCA] = vector (Nx1) de variables endógenas integradas de orden I (1).

A_1, \dots, A_p y B = matrices de coeficientes a estimar.

p = número de retardos incluidos en el VAR (3).

X_t = vector de variables exógenas (constante).

μ_t = es un vector (Nx1) de términos de errores normal e independientemente distribuido.

Una vez se especificó el VAR (3), se aplicaron distintas pruebas para determinar el cumplimiento de los supuestos básicos. Como se puede ver en la Tabla 3.5, el VAR (3) cumple con los criterios fundamentales, es decir, no muestra problemas de autocorrelación ni heteroscedasticidad, y los residuos se distribuyen de manera normal.

Tabla 3.5. Diagnóstico del modelo VAR (3)

Normalidad (Cholesky)		Autocorrelación (3er rezago)		Heteroscedasticidad (<i>joint test</i>)	
Jarque-Bera (<i>joint test</i>)	Probabilidad	LM-stat	Probabilidad	Chi-sq	Probabilidad
11.3810	0.1810	6.3	0.9845	245.75	0.3855

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Realizadas las pruebas de diagnóstico del VAR (3), se procedió a aplicar el test para determinar el método más adecuado para obtener el número de vectores de cointegración. Una vez determinado el método, a través de las pruebas del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio (con tres rezagos), se concluye que existe, al menos, un vector de cointegración (véase Tabla 3.6).

Tabla 3.6. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio

Prueba del rango no restringido de la traza				
Rango	Valor propio	Estadístico de la traza	Valor crítico al 5%	Prob,**
$r = 0^*$	0,786	66,519	63,876	0,030
$r \leq 1$	0,515	26,383	42,915	0,716
$r \leq 2$	0,208	7,552	25,872	0,989
$r \leq 3$	0,055	1,480	12,518	0,992
Prueba del rango máximo valor propio				
Rango	Valor propio	Estadístico del máximo valor propio	Valor crítico al 5%	Prob,**
$r = 0^*$	0,786	40,136	32,118	0,004
$r \leq 1$	0,515	18,832	25,823	0,317
$r \leq 2$	0,208	6,071	19,387	0,953
$r \leq 3$	0,055	1,480	12,518	0,992

La prueba de la traza indica que existe un (1) vector de cointegración al 5%.

* denota rechazo de la hipótesis nula al 5%.

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-valores

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Conocido el número de vectores de cointegración, se tiene la información que permite obtener la ecuación que muestra la relación de largo plazo entre el ahorro nacional, el ahorro externo, la FBKF, y el PIB per cápita. La ecuación 3.2.3.3 muestra el vector de cointegración normalizado para el ahorro nacional (en paréntesis los errores estándar).

$$\text{Snal} = -0.963678\text{Sext} + 1.1625\text{FBK} - 0.190478 \text{ LOGPIBPCA} \quad [3.2.3.3]$$

(0.02743) (0.02609) (0.00933)

A partir de los resultados que se muestran en la ecuación 3.2.3.3, se deduce que hay una relación inversa entre el ahorro nacional (S_{na}) y el ahorro externo (S_{ext}). Esto implica que, durante el periodo de tiempo analizado, el ahorro externo sustituyó al ahorro nacional; que fue la hipótesis que se planteó al inicio de este apartado. De esta manera, para el caso colombiano, quedaría cuestionado el planteamiento ortodoxo de que un incremento del ahorro externo estimula la capacidad de ahorro de los países en desarrollo (véase Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005; Gutiérrez, 2007; Bresser-Pereira y Gala, 2008).

Por otra parte, los resultados muestran que la relación entre la FBK y el ahorro nacional, como era de esperarse, es positiva. En este sentido, se destaca la causalidad en el sentido keynesiano, siendo el ahorro nacional la variable dependiente (véase Solimano y Gutiérrez, 2006; Gutiérrez, 2007).

Por último, se subraya la relación inversa entre el crecimiento del PIB per cápita y el ahorro nacional. Este aspecto es negativo ya que hace que en las fases de auge del ciclo económico haya un incremento de la brecha ahorro – inversión, lo que implica un mayor nivel de endeudamiento agregado (externo). En términos de la VM, este tipo de desequilibrios son los que generan una mayor sensibilidad de estas economías ante los efectos generados como resultado de los *shocks* externos.

Los resultados encontrados en este subapartado son consecuentes con las advertencias realizadas por Uthoff y Titelman (1998) y Bresser-Pereira y Gala (2008) respecto al fenómeno de sustitución del ahorro interno por el ahorro externo en las economías en desarrollo, y particularmente en las latinoamericanas. Dichos hallazgos también son coherentes con las conclusiones a las que se llega en los estudios de Ocampo (1988), Ocampo *et al.* (1990) y López *et al.* (1996) para la economía colombiana. No obstante, vale advertir que dichos estudios tienen como referencia solamente los primeros años del proceso de profundización de la liberalización comercial y financiera. Al respecto, hay una diferencia importante frente a las conclusiones a las que llega Ocampo (1988), en tanto que la sustitución entre el ahorro externo y el ahorro nacional en el periodo que analiza el autor está asociada al manejo de la política fiscal. Mientras tanto, dentro de esta investigación, lo que se ha mostrado es que la mayor brecha está en el sector privado; algo que es coherente con el marco teórico expuesto en el Capítulo 2.

3.3. LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y EL TIPO DE CAMBIO EN COLOMBIA

En los dos primeros apartados de este capítulo se resaltaron las características de los flujos internacionales de capital que ingresaron a la economía colombiana a lo largo del periodo analizado dentro de esta investigación. Como consecuencia de la mayor afluencia de capitales se generaron varias consecuencias, siendo una de las más importantes el efecto ocasionado en el comportamiento del tipo de cambio (tanto real¹³⁰ como nominal). De acuerdo a lo señalado en la propuesta teórica (véase Capítulo 2), el tipo de cambio se convierte en la principal variable de transmisión del canal financiero.

¹³⁰ Para los efectos de esta Tesis, lo más importante es la tasa de cambio real, por cuanto esta variable es una medida que refleja el grado de competitividad de los bienes que se producen en Colombia frente a los que se producen en el resto de países. Matemáticamente se calcula así: $E_r = E_0 \left(\frac{Infl_e}{Infl_i} \right)$, de donde: E_r = tipo de cambio real; E_0 = Tipo de cambio nominal; $Infl_e$ = Nivel de precios externo; $Infl_i$ = Nivel de precios interno o nacional.

Como se advirtió en el Capítulo 2, el tipo de cambio resulta una variable trascendental debido a las distorsiones que puede causar dentro de la economía; especialmente en el caso de los países en desarrollo (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; CEPAL, 2001, 2010; Ocampo, 2007b, 2011; Ffrench-Davis, 2010, 2012a, 2015). En términos generales, se advirtió que la dinámica del tipo de cambio afecta tanto a la demanda como a la oferta agregada. En el primer caso, lo que se espera en los periodos de auge económico es un crecimiento del gasto, fundamentalmente privado, que se explica tanto por el mayor ingreso de los hogares como por el efecto riqueza generado por la apreciación de la moneda. Por las consecuencias generadas en el comportamiento de la demanda agregada, el tipo de cambio terminaría adoptando una posición procíclica (Rodrik, 2001, 2008).

En el caso de la oferta, el tipo de cambio juega un papel crucial puesto que influye en la asignación de recursos entre los principales sectores (Corden y Neary, 1982; Krugman, 1987; Ocampo, 2011; Ffrench-Davis, 2015); incluidos los de exportación.

Desde el enfoque de la MD, el tipo de cambio se considera como una variable clave para las economías en desarrollo puesto que permite la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos (Frenkel y Taylor, 2006; CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2015, p. 141); además de la influencia que ejerce tanto en la inflación como en la demanda efectiva (Frenkel y Taylor, 2006). Como se señaló en el capítulo 2, desde el punto de vista comercial, el tipo de cambio es un determinante fundamental de la competitividad de un país¹³¹ (García, 2003; CEPAL, 2004b; Ffrench-Davis, 2008); y desde la óptica financiera, es la variable que permite absorber los *shocks* externos, positivos o negativos. Ahora bien, debido al *trade-off* entre los objetivos comerciales y los financieros (Ffrench-Davis, 2008; Ocampo, 2012), que resulta de la demanda de estabilidad y flexibilidad respectivamente, depende del canal que termine prevaleciendo se van a ocasionar distintos efectos sobre la economía de un país.

La apuesta por los tipos de cambio flexibles de varias economías emergentes, asociada a los procesos de apertura comercial y financiera adelantados desde la década de los noventa, no necesariamente concilia los conflictos que puede haber entre los objetivos comerciales y los financieros. La flexibilidad cambiaria, en un marco de libre movilidad de capitales, genera una dinámica procíclica del tipo de cambio (Rodrik, 2001; Ocampo, 2005, 2012; Eichengreen *et al.*, 2007; Ffrench-Davis, 2015), ocasionando inestabilidad tanto en la demanda como en la oferta agregada (Krugman y Taylor, 1978; Ffrench-Davis, 2008). Para Rodrik (2001) y Ffrench-Davis (2010, 2015), este fenómeno vendría explicado porque el tipo de cambio responde, en mayor medida, a la dinámica de los flujos de capital y no a los cambios en la productividad. Como consecuencia, si el tipo de cambio está ligado a los vaivenes de los flujos de capital, sus variaciones van a ser mucho más fuertes y repentinas; convirtiéndose de esta forma en un factor que incrementa la VM de un país.

Para las economías en desarrollo, resulta fundamental que el tipo de cambio no esté desalineado (Edwards *et al.*, 2003; Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2010, 2015; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010). La incertidumbre cambiaria afecta tanto el consumo como la inversión productiva (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005; Ocampo, 2007b, 2012), especialmente en el caso de los bienes transables que no necesariamente dependen de un comportamiento favorable de los términos de intercambio (CEPAL, 2010). Al final, las oscilaciones del tipo de cambio (real) terminan por exacerbar los desequilibrios que padecen las economías en desarrollo (Ocampo, 2002), lo cual va a redundar, necesariamente, en la dinámica del PIB.

¹³¹ Y, por tanto, influye en el crecimiento económico, especialmente en los países en desarrollo (véase Rodrik, 2008; Ibarra, 2016).

Una vez revisados algunos aspectos teóricos, el análisis de este apartado se desarrolla de la siguiente manera: inicialmente se realiza una pequeña reseña de los regímenes cambiarios que ha tenido Colombia a lo largo del periodo de estudio, posteriormente se analiza el comportamiento del tipo de cambio (tanto real como nominal) durante el periodo de tiempo de referencia para esta investigación, y, por último, se estudia la relación entre los movimientos de la cuenta financiera, y cada una de sus categorías funcionales, y la dinámica del tipo de cambio.

3.3.1. Regímenes cambiarios en Colombia

Como un propósito ligado al proceso de apertura económica y financiera de inicios de los noventa, Colombia hizo el tránsito paulatino desde los esquemas de flotación intermedia hacia la instauración definitiva del tipo de cambio flexible. Para Ffrench-Davis (2008), esta decisión, más que una señal de la autonomía de las economías en desarrollo, refleja la necesidad que tuvieron estos países de enfrentar los efectos negativos generados por los *shocks* externos y estabilizar los precios domésticos.

Durante el periodo de referencia para esta investigación, antes de llegar al régimen existente en la actualidad, Colombia hizo el tránsito por tres esquemas cambiarios: la devaluación gota a gota o minidevaluaciones (*crawling peg*), que estuvo vigente desde 1967 hasta junio de 1991; los certificados de cambio, en el periodo comprendido entre julio de 1991 hasta febrero de 1994; y las bandas cambiarias, desde febrero de 1994 hasta septiembre de 1999 (Villar y Rincón, 2001 p. 14). A partir del último trimestre de 1999, definitivamente, se adoptó el esquema de libre flotación¹³².

El *crawling peg* hace parte de los mecanismos de fijación del tipo de cambio que pueden clasificarse como intermedios¹³³ (véase García, 2003). Dentro de este esquema cambiario, la paridad de la moneda se ajusta a través de minidevaluaciones, con una frecuencia que es determinada discrecionalmente por parte de la banca central; haciendo que el tipo de cambio siga una trayectoria preanunciada (Frankel, 1999). A pesar de las bondades que le brindó este esquema a Colombia por más de veinte años, a comienzos de los noventa planteaba algunos inconvenientes en su manejo. Para evitar la caída de las reservas internacionales y una posible crisis cambiaria, el Banco de la República debía mantener un estricto control de cambios (véase Villar y Rincón, 2001). No obstante, el incremento en el ritmo de las minidevaluaciones a finales de los ochenta, justificado por el inicio de la apertura, abría un conflicto con la política monetaria, cuyo propósito central era controlar la inflación (Villar y Rincón, 2001). Para los autores, el Banco Central no podía mantener dicho esquema porque el incremento de los flujos de capital externo iba en contra de la restricción monetaria que había adoptado dicha institución.

¹³² El hecho de que exista un esquema de tipo de cambio flexible no significa que la Banca Central no pueda intervenir en el mercado cambiario. Empero, la intervención no establece un objetivo concreto para el tipo de cambio; lo que se busca básicamente, es reducir su volatilidad, y en algunos casos, “modificar el nivel de las reservas internacionales, los medios de pago y el nivel de largo plazo de la cuenta corriente y de la cuenta de capital” (Echavarría *et al.*, 2010, p. 15). Estos aspectos se desarrollan con mayor amplitud en el Capítulo 5.

¹³³ En García (2003) se encuentra una discusión sobre las ventajas y desventajas que ofrecen los distintos regímenes cambiarios; especialmente en el marco de la crisis de las economías emergentes de finales de los noventa.

Ante las deficiencias del *crawling peg*, las autoridades cambiarias adoptaron el mecanismo de los certificados de cambio¹³⁴, que estuvo vigente entre 1991 y 1994. Aunque este arreglo cambiario era similar (de facto) a las minidevaluaciones, tenía una ventaja en la medida que permitió descentralizar las transacciones cambiarias, que anteriormente estaban restringidas al Banco de la República (Villar y Rincón, 2001). Como resultado, esta medida dio origen a un mercado de divisas en Colombia. No obstante, para Villar y Rincón (2001), este esquema no era más que un instrumento de flotación administrada. Además, aunque efectivamente se dinamizó el mercado de divisas, la regulación de las transacciones cambiarias siguió vigente, incluido el endeudamiento externo.

Al igual que el *crawling peg*, los certificados de cambio también dificultaban el manejo de la política monetaria (Urrutia y Fernández, 2000; Villar y Rincón, 2001; Urrutia, 2005). Por esta razón, el Banco de la República decidió adoptar el esquema de bandas cambiarias¹³⁵. Dentro de los motivos que obligaron a la Banca Central a tomar esta decisión se relacionan, fundamentalmente, los siguientes: la acelerada expansión del crédito, las bajas tasas de interés y la acumulación de certificados de cambio¹³⁶ (Villar y Rincón, 2001).

El propósito del Banco de la República con la instauración de un régimen de bandas flexibles¹³⁷ era recuperar algo de autonomía en el manejo de la política monetaria (Urrutia, 2005), y de esta manera poder influir en el comportamiento de los agregados monetarios y de la demanda agregada. En términos cambiarios, más que controlar el comportamiento de este macroprecio, el propósito era reducir su volatilidad, haciendo que devaluación siga un proceso gradual y ordenado (Villar y Rincón, 2001, p.19).

Al final de la década de los noventa, la constante pérdida de reservas internacionales, la recesión económica, la situación fiscal, la crisis de varias economías emergentes y la pérdida de confianza en las autoridades económicas, entre otros factores, ejercieron una fuerte presión para que finalmente se desmontara el esquema cambiario adoptado hasta ese momento (Villar y Rincón, 2001; Urrutia, 2005).

Como consecuencia de la eliminación del sistema de bandas cambiarias, Colombia adoptó un esquema de libre flotación de su moneda¹³⁸; algo que ocurrió a partir de septiembre de 1999 (Urrutia, 2005). De esta manera, Colombia siguió la línea de varios países emergentes,

¹³⁴ Los certificados de cambio eran bonos en dólares, con un periodo de maduración y tasa de cambio definidas, que entregaba el Banco de la República a quienes querían monetizar sus divisas (Villar y Rincón, 2001).

¹³⁵ El régimen de bandas cambiarias es un mecanismo que permite que el tipo de cambio (paridad central) fluctúe dentro de unos límites representados por un techo y un piso que definen el ancho de la banda, los cuales son definidos previamente por la banca central (Frankel, 1999; Schmidt-Hebbel, 2006). La tasa de depreciación viene determinada por la diferencia entre la inflación doméstica y la inflación externa (Schmidt-Hebbel, 2006). Una vez el tipo de cambio alcanza dichos umbrales (inferior o superior) la banca central entra a intervenir dentro del mercado cambiario. Dentro de este esquema, la banca central también podría modificar el ancho de la banda y/o la pendiente de la misma. Estos aspectos se desarrollan con mayor amplitud en el Capítulo 6.

¹³⁶ Los certificados de cambio llegaron a representar el 50% de la base monetaria a finales de 1992 (Villar y Rincón, 2001).

¹³⁷ La amplitud de la banda fue establecida en el +/- 7%, y la pendiente venía determinada por la diferencia entre la meta de inflación doméstica y la inflación externa, con la posibilidad de hacer ajustes cuando haya cambios en los fundamentales.

¹³⁸ La transición hacia sistemas de libre flotación se realizó en varios países latinoamericanos hacia finales de la década los noventa buscando evitar ataques especulativos, pero también adaptándose a las nuevas exigencias de los movimientos internacionales de capital (Schmidt-Hebbel, 2006). En términos generales, una de las justificaciones más importantes para adoptar un tipo de cambio flexible es su capacidad para absorber los *shocks* externos (García, 2003)

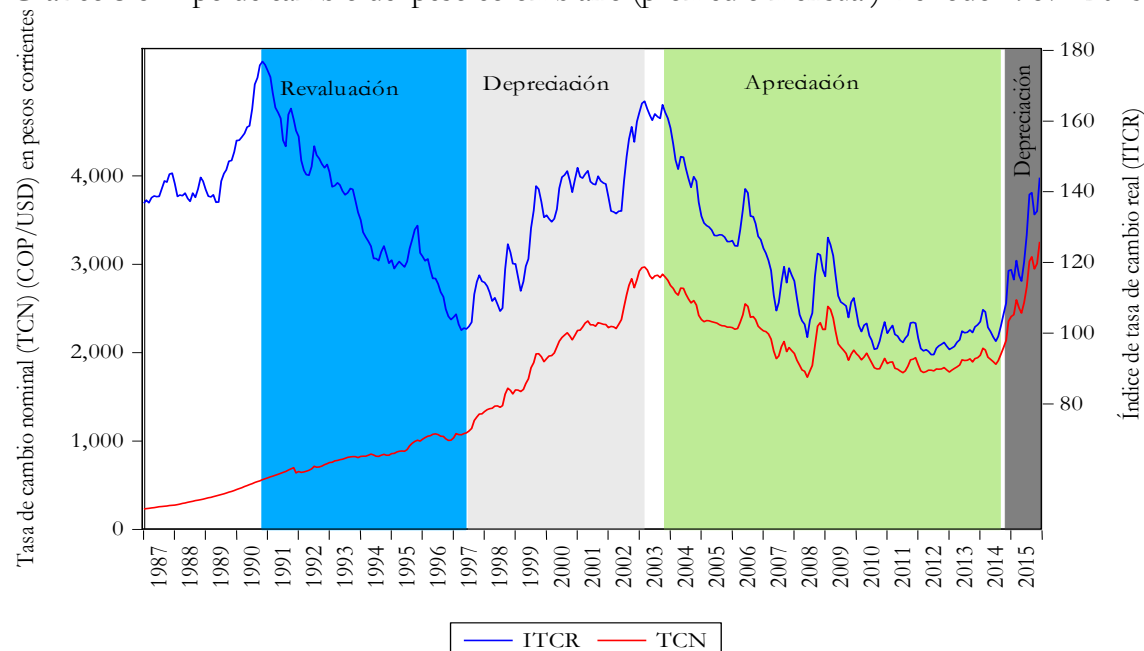
incluidos algunos latinoamericanos, en el sentido de instaurar un esquema de tipo de cambio flexible (véase García, 2003; Schmidt-Hebbel, 2006).

3.3.2. El tipo de cambio en Colombia en el periodo 1990 - 2015

Como se ha venido sosteniendo a lo largo de esta investigación, el tipo de cambio es un precio fundamental para las economías en desarrollo (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2007a, 2011). Por esta razón, el propósito de este apartado es mostrar el comportamiento de esta variable durante el periodo de tiempo analizado¹³⁹ y la relación con la dinámica de los flujos de capital.

Como se puede observar en el Gráfico 3.8, desde inicios de los noventa, tanto en términos nominales como reales, se han presentado largos periodos de apreciación (revaluación) seguidos de episodios de depreciación (devaluación) del peso colombiano. No obstante, lo que ha primado es el primer fenómeno. Al respecto, en el marco teórico se advirtió que una de las principales preocupaciones de los países en desarrollo es la apreciación de la moneda en las etapas de alta afluencia de capital externo, especialmente en el mediano plazo (Rodrik, 2001; Ffrench-Davis, 2008, 2015). Los periodos de apreciación de la moneda representan un desafío importante para las economías en desarrollo puesto que en el momento en que cambia el sentido de los ciclos de financiamiento externo inmediatamente se generan ajustes en el tipo de cambio, los cuales tienden a ser abruptos (Ffrench-Davis, 2010, 2015), y, en algunos casos, pueden llevar a crisis cambiarias¹⁴⁰.

Gráfico 3.8. Tipo de cambio del peso colombiano (promedio mensual). Periodo 1987 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República. El deflactor utilizado para el ITCR es el IPC.

¹³⁹ Dentro de esta investigación, para el tipo de cambio nominal, se utiliza como indicador la Tasa Representativa del Mercado (TRM). En el caso del tipo de cambio real (ITCR), el Banco de la República utiliza varios indicadores para mostrar el comportamiento. Empero, a lo largo de este apartado, se va a hacer referencia al ITCR del comercio total (T), y en cada caso se tomarán los dos deflactores: el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el Índice de Precios al Productor (IPP). Cuando no se mencione el indicador, por defecto, se toma como deflactor el IPC. Las diferencias que pueda haber en los resultados que producen cada uno de los deflactores no son de interés para esta investigación.

¹⁴⁰ Este escenario es más probable bajo un sistema de tipo de cambio fijo (García, 2003).

En términos reales, se pueden identificar dos subperiodos donde es muy clara la tendencia a la apreciación del peso colombiano: en primer lugar, el rango comprendido entre los años 1990 a 1997¹⁴¹; y en segundo lugar, el lapso que va desde el año 2003 hasta el 2014. En cuanto a los subperiodos de depreciación de la moneda, las fases donde se puede marcar una tendencia abarcan los subperiodos 1998 – 2003 y 2014 – 2015¹⁴².

Tomando el periodo completo (1990 – 2015), la principal característica es la tendencia hacia la apreciación real del peso colombiano (véase Gráfico 3.8). Esto significa que, en los años de profundización de la apertura económica, Colombia no ha ganado competitividad por esta vía. Este hecho es paradójico si se considera que una de las aspiraciones de las economías en desarrollo con el proceso de apertura, y la adopción de un tipos de cambio flexibles, era precisamente que se pudiera obtener una ventaja cambiaria, y de esta manera, potenciar las ganancias del comercio internacional¹⁴³ (CEPAL, 1990; García, 2003).

- Volatilidad del tipo de cambio nominal

Además de la apreciación prolongada de la moneda, uno de los fenómenos negativos más importantes que puede afectar a las economías en desarrollo es la volatilidad cambiaria; que en las últimas décadas ha estado asociada a la existencia de tipos de cambio flexibles (García, 2003). Por esta razón, en adelante, se emprende un análisis de estas características para el tipo de cambio nominal¹⁴⁴.

Como se puede ver en el Cuadro 3.5, el tipo de cambio nominal ha seguido un comportamiento volátil a lo largo del periodo de investigación estudiado. Exceptuando el subperiodo 1990 – 1994, donde estuvieron vigentes los regímenes cambiarios de minidevaluaciones y certificados de cambio, respectivamente, en el resto de años que abarca esta investigación ha prevalecido la inestabilidad cambiaria.

A partir del análisis del comportamiento del tipo de cambio nominal, se puede observar que se presentaron varios periodos de acumulación de volatilidad dentro de esta variable, lo cual no resulta extraño si se entiende que está es una de las características de este tipo de series financieras¹⁴⁵ (véase Engle, 1982, 2003). Fruto de este fenómeno, el tipo de cambio del peso colombiano se enfrentó a fuertes variaciones, que estuvieron precedidas por alteraciones en los ciclos de financiamiento externo. Así pues, dentro del lapso comprendido entre los años 1995 a 1999, el peso se vio enfrentado a una devaluación significativa, donde la TRM pasó de un mínimo de 846 COP/USD a un máximo de 1.978 COP/USD, lo que representó una variación del 134%. No obstante, como se advirtió, en esta fase todavía estaba vigente un

¹⁴¹ Bajo un tipo de cambio fijo, y en algunos esquemas intermedios, se presentan revaluaciones reales debido a la inercia de la inflación y la atracción de capital extranjero, como resultado de la mayor credibilidad de los agentes económicos frente al comportamiento de este precio (García, 2003).

¹⁴² En los años 2016 y 2017, el comportamiento de la tasa de cambio se estabilizó en los valores observados hacia finales de 2015 e inicios del 2016, donde llegó a su punto máximo.

¹⁴³ No obstante, la principal justificación para la adopción de tipos de cambio flexibles fue la reducción de la probabilidad de sufrir crisis financieras y cambiarias; tal y como sucedió con varias economías emergentes a finales de los noventa, quienes habían adoptado o un ancla dura o un régimen intermedio (García, 2003).

¹⁴⁴ El periodo completo no necesariamente es comparable porque solamente desde el último trimestre de 1999 se instauró el tipo de cambio flexible. No obstante, bajo el sistema de bandas cambiarias, dentro de los límites establecidos por la Banca Central, la moneda también podía fluctuar.

¹⁴⁵ Dicha volatilidad no es constante (heteroscedástica) y, además, puede estar acumulada en diferentes momentos del tiempo (Engle, 1982, 2003). Para la estimación y predicción de la volatilidad de los rendimientos de estas series se utilizan diferentes modelos, siendo los más importantes los ARCH (*Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*), los GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*) y todas sus extensiones (Engle, 2003).

régimen cambiario intermedio, y, por tanto, la explicación puede estar en el ajuste ocasionado al modificarse el esquema de fijación de este macroprecio.

Cuadro 3.5. Indicadores del tipo de cambio nominal del peso colombiano. Periodo 1990 - 2015

Indicador	Periodo*				
	1990 – 1994	1995 - 1999	2000 – 2004	2005 – 2009	2010 – 2015
Desviación estándar	119,5	318,5	296,4	206,0	352,5
Mínimo	440,1	846,6	1923,6	1712,3	1761,8
Máximo	841,4	1978,7	2959,0	2542,2	3244,5
Coficiente de variación	0,1745	0,2538	1,1933	0,0947	0,1740
Depreciación nominal**	91%	134%	54%	48%	84%

*El tipo de cambio nominal anual se calculó a partir de los promedios mensuales.

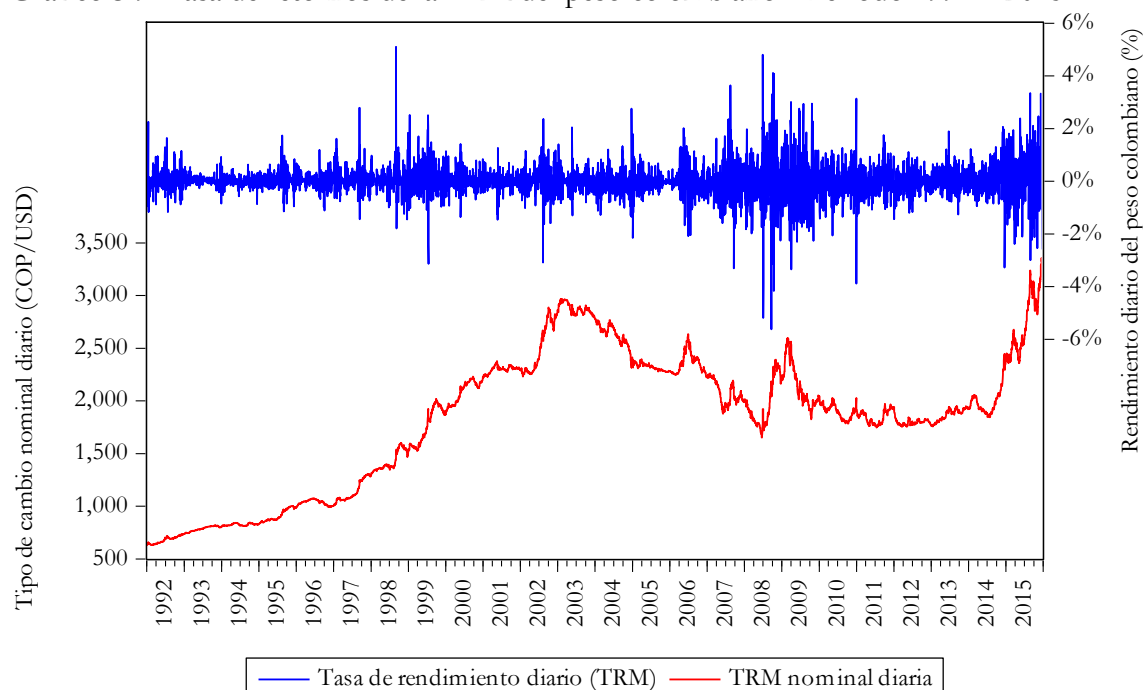
**Calculada a partir de la variación porcentual observada entre el valor mínimo y el valor máximo de la variable para cada uno de los subperiodos de análisis.

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

Desde el año 2000 en adelante, ya en el periodo de libre flotación, también se presentaron varios lapsos de acumulación de volatilidad. Llama especialmente la atención el subperiodo 2010 – 2015, donde al comparar el valor mínimo y el máximo, la moneda alcanzó una depreciación nominal del 84%. El hecho que se acaba de describir implica que después de un largo periodo de apreciación de la moneda, que llegó hasta 2014, el cambio en las condiciones externas, especialmente de la dinámica en los términos de intercambio, y una reducción paulatina de los flujos internacionales de capital, inmediatamente repercutió en una violenta depreciación de la moneda. Así pues, en un lapso de 19 meses comprendidos entre junio de 2014 y diciembre de 2015, el peso colombiano pasó de un nivel promedio de 1.888 COP/USD a una tasa de 3.244 COP/USD, es decir, una depreciación nominal del 72%.

Otra forma de analizar la volatilidad del tipo de cambio es examinando su tasa de rendimiento. Como se puede observar en el Gráfico 3.9, los periodos de acumulación de volatilidad coinciden con las fases marcadas por fuertes cambios en las entradas netas de capital. Esta situación se hizo visible a finales de la década de los noventa, donde la economía colombiana tuvo que enfrentar una crisis interna, asociada, entre otros aspectos, a las secuelas generadas por los episodios de crisis financieras y/o reales de varias economías emergentes; posteriormente, entre los años 2007 al 2009, donde la característica fundamental fue la crisis financiera y económica de varias economías desarrolladas; y, por último, en el subperiodo 2014 – 2015, donde se pudo visualizar una reducción paulatina de los flujos de capital hacia las economías emergentes (incluidas varias latinoamericanas) y la caída de los precios de las materias primas, con un impacto muy fuerte para los países cuyas exportaciones están concentradas en productos como el petróleo y la minería; como sucede en el caso colombiano.

Gráfico 3.9. Tasa de retornos de la TRM del peso colombiano*. Periodo 1991 – 2015



* La tasa de retorno del peso colombiano, al igual que de cualquier otro activo financiero, se calculó a partir del logaritmo neperiano de la tasa representativa del mercado (diaria), expresado en primeras diferencias.

Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República

- Volatilidad del tipo de cambio real

Más allá del comportamiento del tipo de cambio nominal, cuyas fluctuaciones son de amplio interés en el mercado comercial y el de activos financieros, en la esfera productiva lo fundamental es el análisis de la dinámica del tipo de cambio real; dado que este es un criterio básico para determinar la competitividad de una economía en el contexto internacional (Rodrik, 2001, 2008, Ffrench-Davis, 2001; García, 2003). Desde el punto de vista metodológico, este indicador se puede abordar con mayor facilidad debido a que no está atado a un régimen cambiario en particular, tal y como sucede con el tipo de cambio nominal.

Como se puede observar en el Cuadro 3.6, una vez superado el subperiodo 1990 – 1994, donde el tipo de cambio real presentó las mayores fluctuaciones, la volatilidad (tanto en IPP como en IPC) ha venido incrementándose. Y aunque en todos los periodos se termina con una depreciación real de la moneda, la mayor variación se presentó en el subperiodo 2010 – 2015. Así, se pasó de un punto mínimo de 93,7 en el año 2012 a un punto máximo de 143,8 alcanzado en el mes de diciembre 2015; lo que implicó una depreciación real del 53,5%.

La depreciación real que sufrió el peso colombiano, fundamentalmente entre los años 2014 y 2015, es el reflejo de los reajustes que se generaron en la moneda una vez sucedieron cambios sustanciales en los factores explicativos, tales como los flujos internacionales de capital y los términos de intercambio. Y aunque este fenómeno es positivo luego de un periodo largo de apreciación, desde el punto de vista productivo, no resulta sencillo su aprovechamiento (Krugman y Taylor, 1978; Ffrench-Davis, 2008). Incluso, en términos nominales, aunque los sectores de exportación pueden verse beneficiados, también se puede presentar una situación contraria, tal y como lo advierten Krugman y Taylor (1978).

Cuadro 3.6. Indicadores básicos del tipo de cambio real del peso colombiano. Periodo 1990 – 2015

Indicador	Tipo de cambio real (ITCR – IPC)				
	Periodo				
	1990- 1994	1995 – 1999	2000 – 2004	2005 - 2009	2010 – 2015
Desviación estándar (%)	15,81	9,79	9,88	10,15	11,53
Mínimo	119,5	100,6	131,2	98,6	93,7
Máximo	176,6	141,4	165,4	140,5	143,8
Coeficiente de variación	0,1070	0,0842	0,0672	0,0848	0,1107
Depreciación real*	47,8%	40,5%	26,0%	42,5%	53,5%

Indicador	Tipo de cambio real (ITCR – IPP)				
	Periodo				
	1990 – 1994	1995 – 1999	2000 - 2004	2005 – 2009	2010 – 2015
Desviación estándar (%)	8,1125	7,5271	8,1956	5,6999	8,3419
Mínimo	98,4	86,7	109,4	102,3	95,8
Máximo	130,3	119,6	139,5	128,9	130,8
Coeficiente de variación	0,0726	0,0756	0,0668	0,0501	0,0793
Depreciación real**	32%	38%	28%	26%	37%

* El tipo de cambio real anual se calculó a partir de los promedios mensuales.

**Calculada a partir de la variación porcentual observada entre el valor mínimo y el valor máximo de la variable para cada uno de los subperiodos de análisis.

Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República

3.3.3. La influencia de los flujos internacionales de capital en la dinámica del tipo de cambio

A lo largo de este apartado se ha señalado la relación que existe entre la dinámica de los flujos internacionales de capital y el comportamiento del tipo de cambio del peso colombiano durante el periodo de investigación de referencia¹⁴⁶. Dada la importancia de este vínculo, el propósito del subapartado es ahondar en el nexo existente entre estas dos variables. Esta tarea surge como resultado del planteamiento que se hacía en el marco teórico donde se afirmaba que el tipo de cambio, antes que responder a los cambios en la productividad (efecto Balassa–Samuelson), estaba ligado a los vaivenes de los flujos de capital.

Dentro del periodo que se está analizando, la relación entre los flujos de capital y el tipo de cambio es muy clara. Así, mientras en las fases de auge del financiamiento externo la moneda tendió a apreciarse (revaluarse), lo contrario sucedió cuando dichos flujos disminuyeron. Como se muestra en el Gráfico 3.10, a partir de los primeros años de la década de los noventa, donde la importancia de la cuenta financiera en la economía colombiana (% del PIB) se incrementó, la moneda sufrió un fuerte proceso de revaluación (en términos reales). En términos de tiempo, esta primera fase comprendió el subperiodo 1993-1997. Posteriormente, como antesala a la crisis de 1999, que además implicó el abandono del sistema de bandas cambiarias y el paso hacia un régimen de libre flotación, el peso se devaluó (depreció) tanto en términos reales como nominales. Dicho lapso comprende desde el año 1998 al 2003. Para entender esta dinámica, hay que tener en cuenta que, entre 1996 y el 2003, el saldo neto de la cuenta financiera pasó de una participación del 7% del PIB al 0,7%, respectivamente.

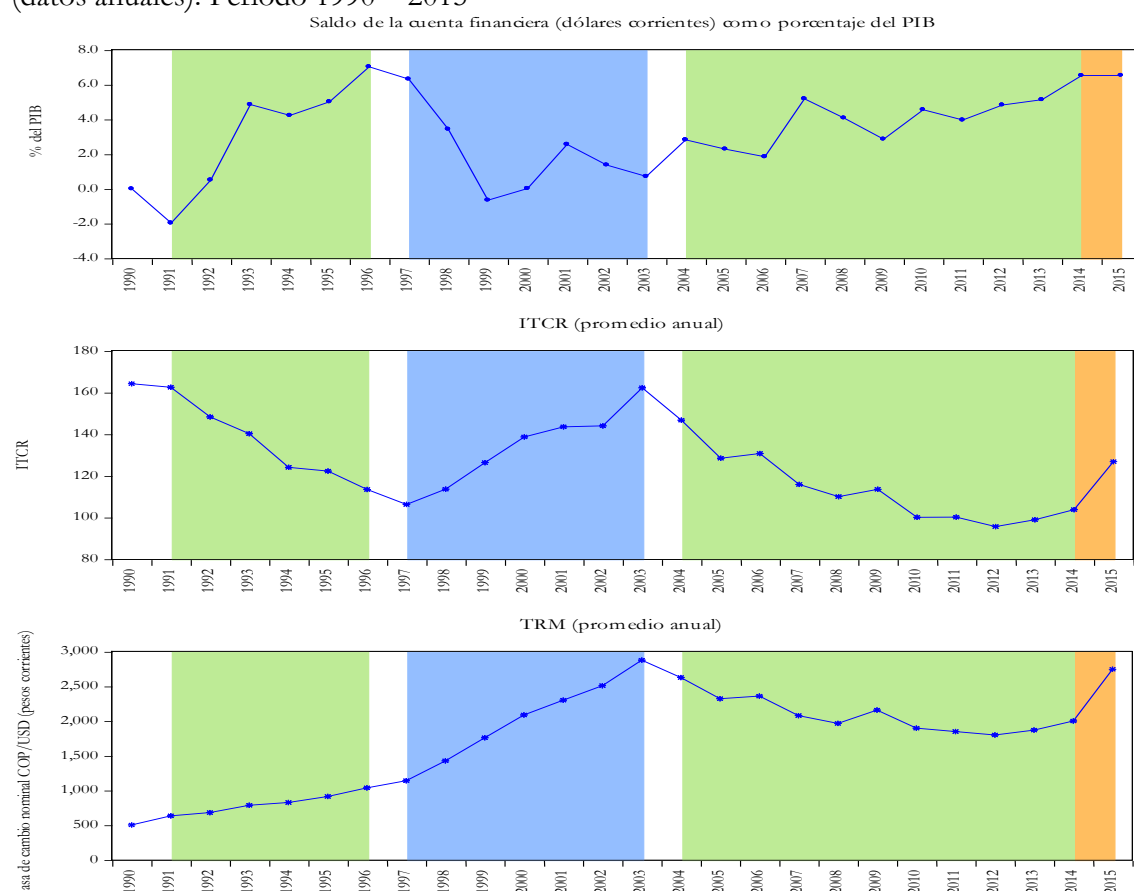
¹⁴⁶ No obstante, es importante mencionar que en la literatura se citan distintas variables como determinantes del tipo de cambio, donde se incluye, como es natural, la influencia que ejercen los factores externos. Para ampliar este tema se puede ver Balassa (1964), Samuelson (1964) y Bello *et al.* (2010). Para el caso colombiano, véase Moreno (2002), Arteaga *et al.* (2013) y Uribe *et al.* (2015).

A partir del año 2004, la llegada de un nuevo ciclo de financiamiento externo permitió, nuevamente, que los flujos internacionales de capital siguieran una tendencia creciente que solamente finalizó hacia el año 2014. Como era de esperarse, en este periodo, el tipo de cambio se vio abocado, nuevamente, a un periodo de fuerte apreciación.

Teniendo en cuenta la dinámica observada en el comportamiento del tipo de cambio del peso colombiano, uno de los grandes temores de las economías en desarrollo ante las oleadas de financiamiento externo, que es la apreciación de la moneda por periodos prolongados (Ffrench-Davis, 2015), efectivamente, se ha cumplido. Sumados los dos subperiodos donde predominó la apreciación real del peso se tienen un total de 18 años, de los 26 que abarca el periodo de esta investigación.

Si se asocian los hallazgos encontrados en los tres primeros apartados de este capítulo, dos de los principales desequilibrios generados por los ciclos de financiamiento externo advertidos por Ffrench-Davis (2015), que eran la apreciación cambiaria y el deterioro del saldo de la cuenta corriente, ciertamente, se han dado en la economía colombiana. La situación planteada, como se ha mencionado, es una muestra de la VM del país, puesto que en el momento en que se genera algún tipo de *shock* externo adverso, la economía va a requerir de ajustes recesivos.

Gráfico 3.10. El saldo neto de la cuenta financiera (dólares corrientes) y el tipo de cambio (datos anuales). Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República.

Para observar el vínculo existente entre los flujos internacionales de capital y el tipo de cambio (nominal y real), siguiendo la propuesta de Kaminsky *et al.* (2004), se calcularon los

coeficientes de correlación¹⁴⁷ parciales de esta variable con el saldo neto de la cuenta financiera (y sus categorías funcionales)¹⁴⁸. Además, teniendo en cuenta las variables citadas en la literatura, se incorporaron otros factores explicativos como los términos de intercambio y el comportamiento del PIB.

Como se puede observar en el Cuadro 3.7, la correlación entre el saldo neto de la cuenta financiera, y dos de sus categorías funcionales (IED e IC), con el tipo de cambio real (ITCR), es negativa, y, en todos los casos, resulta significativa desde el punto de vista estadístico. Respecto al tipo de cambio nominal, lo más importante es señalar la relación que existe entre el componente cíclico del saldo neto de la cuenta financiera y el de la TRM, respectivamente. Este aspecto es importante porque permite observar el vínculo de las fluctuaciones cambiarias de corto plazo con los movimientos cíclicos de la cuenta financiera.

Más allá de la influencia que pueden ejercer los flujos de capital en las fluctuaciones del tipo de cambio, se calcularon los coeficientes de correlación con el PIB (en niveles y en sus componentes cíclico y tendencial) y los términos de intercambio. Fruto de este ejercicio, se encontró que el PIB muestra una relación negativa con el tipo de cambio real, lo que indica que, en los periodos de auge de la economía, que han coincidido con un alza en los términos de intercambio (especialmente durante la segunda mitad de la década de los 2000, hasta el 2014) y una mayor afluencia de capitales, el peso colombiano se apreció. Ahora, a diferencia del PIB, cuya correlación resulta estadísticamente significativa para explicar tanto el tipo de cambio real como el nominal, los términos de intercambio tienen un vínculo mucho más fuerte con el tipo de cambio real. Así las cosas, resulta clara la influencia de los factores externos, especialmente de los flujos internacionales de capital, en la dinámica de un precio fundamental como lo es el tipo de cambio.

Una vez realizado el análisis del tipo de cambio (tanto en términos reales como nominales), se pudo concluir que el comportamiento de esta variable es una muestra de la VM a la cual se enfrenta el país. En primer lugar, porque las fluctuaciones del tipo de cambio se encuentran ligadas, fundamentalmente, a fenómenos exógenos, que no necesariamente responden a los fundamentos macroeconómicos del país, tal y como sucede con los flujos de capital y los términos de intercambio. En segundo lugar, porque los desequilibrios de esta variable, fundamentalmente relacionados con periodos muy extensos de apreciación de la moneda, tienden a generar desajustes en los componentes tanto de la oferta como de la demanda agregada. Una muestra de esta situación es el déficit acumulado el saldo de la cuenta corriente, que obligó al país a realizar ajustes en el momento en que el ciclo económico cambió de pendiente; tal y como sucedió a finales de los noventa, y también se empezó a vislumbrar en los años 2014 y 2015.

¹⁴⁷ El coeficiente de correlación de Pearson (R^2) es una medida que sirve para cuantificar la relación lineal entre dos variables. Para obtener (R^2) se toma el cociente entre la covarianza y el producto de la desviación típica de las dos variables. $R^2 = \frac{Cov_{xy}}{\sigma^2_x \sigma^2_y}$. Desde el punto de vista metodológico, aunque la correlación estadística no indica una causalidad de tipo económico, sí permite observar el tipo de relación entre las variables.

¹⁴⁸ También se calculó la correlación entre la participación de la cuenta financiera (% del PIB), y sus categorías funcionales, y el ITCR. En el caso de la TRM, se determinó el coeficiente de correlación del componente cíclico de esta variable y el saldo de la cuenta financiera como % del PIB. En todos los casos, los coeficientes resultaron estadísticamente significativos, y arrojaron el signo esperado. Los porcentajes de la cuenta financiera y sus categorías funcionales, así como del PIB, se calcularon con las variables tomadas en dólares actuales. Los datos tanto de la tasa de cambio real (ITCR) como de la tasa de cambio nominal (TRM) corresponden a promedios anuales.

Cuadro 3.7. Coeficientes de correlación parciales entre el tipo de cambio (nominal y real), las categorías funcionales de la cuenta financiera, el PIB y los términos de intercambio. Periodo 1990 – 2015

Variable	Variable											
	ITCR			ITCR_ciclo			TRM			TRM_ciclo		
	Correlation	t-Statistic	Probability	Correlation	t-Statistic	Probability	Correlation	t-Statistic	Probability	Correlation	t-Statistic	Probability
Cuenta financiera	-0,7402	-5,392	0,0000*	-0,2754	-1,404	0,1733***	0,2613	1,326	0,1972***	-0,2980	-1,529	0,1393***
Cuenta financiera - ciclo	-0,5053	-2,868	0,0085*	-0,6382	-4,061	0,0005*	-0,3267	-1,693	0,1033***	-0,6214	-3,885	0,0007*
Cuenta financiera - tendencia	-0,6320	-3,995	0,0005*	-0,0690	-0,339	0,7377***	0,4096	2,199	0,0377**	-0,1002	-0,493	0,6264***
Inversión Extranjera Directa	-0,6433	-4,116	0,0004*	-0,2393	-1,207	0,2391***	0,3407	1,775	0,0886***	-0,2916	-1,493	0,1483***
Inversión Extranjera Directa - ciclo	-0,2427	-1,226	0,2322***	-0,3513	-1,838	0,0785***	-0,1768	-0,880	0,3877***	-0,4048	-2,169	0,0402**
Inversión Extranjera Directa - tendencia	-0,6333	-4,009	0,0005*	-0,0347	-0,170	0,8663***	0,5703	3,402	0,0023*	-0,0602	-0,296	0,7701***
Inversión de cartera	-0,4853	-2,719	0,012**	-0,0568	-0,279	0,7828***	0,1538	0,762	0,4532***	-0,0651	-0,320	0,7519***
Inversión de cartera - ciclo	-0,0906	-0,446	0,6599***	-0,0405	-0,198	0,8444***	-0,0621	-0,305	0,7633***	-0,0029	-0,014	0,9887***
Inversión de cartera - tendencia	-0,5401	-3,144	0,0044*	-0,0495	-0,243	0,8103***	0,2129	1,068	0,2963***	-0,0767	-0,377	0,7094***
Otras Inversiones	-0,2812	-1,435	0,1641***	-0,1943	-0,970	0,3417***	0,0217	0,106	0,9163***	-0,1486	-0,736	0,4689***
Otras Inversiones - ciclo	-0,1251	-0,618	0,5425***	-0,1491	-0,739	0,4672***	-0,0572	-0,281	0,7814***	-0,0903	-0,444	0,6609***
Otras Inversiones - tendencia	-0,7330	-5,279	0,0000*	-0,2372	-1,196	0,2433***	0,3435	1,792	0,0858***	-0,2834	-1,448	0,1606***
Variación anual de reservas internacionales (a)	0,6809	4,555	0,0001*	0,3114	1,605	0,1215***	-0,3495	-1,828	0,0801***	0,3946	2,104	0,0461**
Variación anual de reservas internacionales - ciclo	0,3048	1,568	0,1301***	0,4336	2,358	0,0269**	0,2308	1,162	0,2567***	0,5379	3,126	0,0046*
Variación anual de reservas internacionales - tendencia	0,6461	4,147	0,0004*	0,0528	0,259	0,7978***	-0,6510	-4,201	0,0003*	0,0765	0,376	0,7103***
PIB	-0,7532	-5,609	0,0000*	-0,2309	-1,163	0,2564***	0,4215	2,277	0,032**	-0,2845	-1,454	0,1589***
PIB – ciclo	-0,6009	-3,683	0,0012*	-0,7857	-6,222	0,0000*	-0,4425	-2,417	0,0236**	-0,8832	-9,226	0,0000*
PIB – tendencia	-0,6403	-4,083	0,0004*	-0,0482	-0,236	0,8152***	0,5501	3,227	0,0036*	-0,0803	-0,395	0,6967***
Términos de Intercambio	-0,6943	-4,726	0,0001*	-0,1810	-0,902	0,3761***	0,3791	2,007	0,0562***	-0,2562	-1,298	0,2066***

*p<1%; **p<5%; ***Estadísticamente no significativa (p≥5%)

Los flujos netos de la cuenta financiera, así como el ciclo y la tendencia, además de sus categorías funcionales, se toman en dólares corrientes

La descomposición de las series en sus componentes cíclico y tendencial se realizó a través del filtro Hodrick- Prescott (HP)

(a) El coeficiente de correlación positivo para la variación de las reservas internacionales indica que hay una relación inversa entre esta variable y el tipo de cambio. Al respecto, hay que tener en cuenta que, de acuerdo a la metodología del FMI (2009), un aumento de las reservas internacionales se registra con signo negativo en la balanza de pagos. En consecuencia, si la correlación es positiva implica que los periodos en los cuales se acumulan más reservas es cuando la moneda se aprecia, tanto en términos reales como nominales. No obstante, la relación que se esgrime con los coeficientes de correlación no es de causalidad entre las variables.

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el Banco Mundial

3.4. LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

En el primer y segundo capítulo de esta investigación se esbozó el concepto de dominancia de la balanza de pagos, donde se afirmó que el ciclo económico de los países en desarrollo¹⁴⁹ en las últimas décadas ha estado ligado a los “choques externos financieros y de términos de intercambio, ya sean positivos o negativos” (Ocampo, 2012, p. 1)¹⁵⁰. En este sentido, Ocampo (2011, 2012) advertía acerca de los inconvenientes que genera para una economía el hecho de estar sujeta a los vaivenes ocasionados por los *shocks* externos, especialmente de los flujos internacionales de capital.

Desde el punto de vista empírico, hay varios estudios que señalan la importancia que han jugado los factores externos en el ciclo económico de las economías latinoamericanas; especialmente durante la década de los noventa y luego de la primera mitad de la década de los 2000 (véase, por ejemplo, Ocampo, 2005, 2011; Titelman *et al.*, 2008; Echavarría *et al.*, 2013; Titelman y Pérez, 2015). En el caso colombiano, también se han realizado algunas investigaciones acerca de la influencia de los factores exógenos en la dinámica del PIB (incluidos los flujos internacionales de capital¹⁵¹), encontrando que el efecto es significativo (véase Abrego y Osterholm, 2008; Mahadeva y Gómez, 2009; Echavarría *et al.*, 2013; Hamann *et al.*, 2013).

Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, la relación entre los flujos de capital y el comportamiento del PIB se explica por los desequilibrios ocasionados por los ciclos de financiamiento externo en las variables reales. De ahí que Ocampo (2008), Ffrench-Davis (2010) y Bielschowsky *et al.* (2011) concluyan que, en América Latina, y muchas economías en desarrollo, la volatilidad de la cuenta financiera se ha convertido en una fuente de inestabilidad real; haciéndose más evidente desde los años setenta (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ffrench-Davis, 2005; Bielschowsky, 2009; Ocampo, 2012).

Los canales a través de los cuales se transmiten los efectos de los *shocks* externos hacia las economías de los países en desarrollo son diversos. En el caso del canal financiero, se ha resaltado el impacto ocasionado tanto en la oferta como en la demanda agregada (Ocampo, 2012), y cada uno de sus componentes, y en los precios macroeconómicos fundamentales; siendo de especial interés el tipo de cambio, que se analizó en el apartado anterior.

A partir de la relación que existe entre los ciclos de financiamiento externo y los componentes de la demanda agregada, tales como la FBKF y el consumo¹⁵² (incluidas las importaciones), el impacto sobre la producción necesariamente se va a presentar. Como se puede observar en el Gráfico 3.11, en la economía colombiana, la dinámica del PIB ha estado estrechamente ligada a la participación de la cuenta financiera, con lo cual, el crecimiento económico a lo largo del periodo de investigación ha seguido la senda de los flujos internacionales de

¹⁴⁹ En los apartados 1.2 y 1.3 se había advertido sobre el carácter exógeno de los ciclos económicos de los países en desarrollo, cuyos aportes teóricos se pueden ver en Taylor (2001). Para el caso de América Latina, las principales contribuciones en este aspecto se pueden encontrar en: Prebisch (1949), Ffrench-Davis y Ocampo (2001); Ocampo (2002, 2005, 2011), Izquierdo *et al.* (2008), Frenkel y Rapetti (2009), Ffrench-Davis (2010), Bielschowsky *et al.* (2011) y Titelman y Pérez (2015).

¹⁵⁰ Desde el punto de vista comercial, Prebisch (1949) señala los efectos que generan las relaciones asimétricas entre las economías periféricas y los centros.

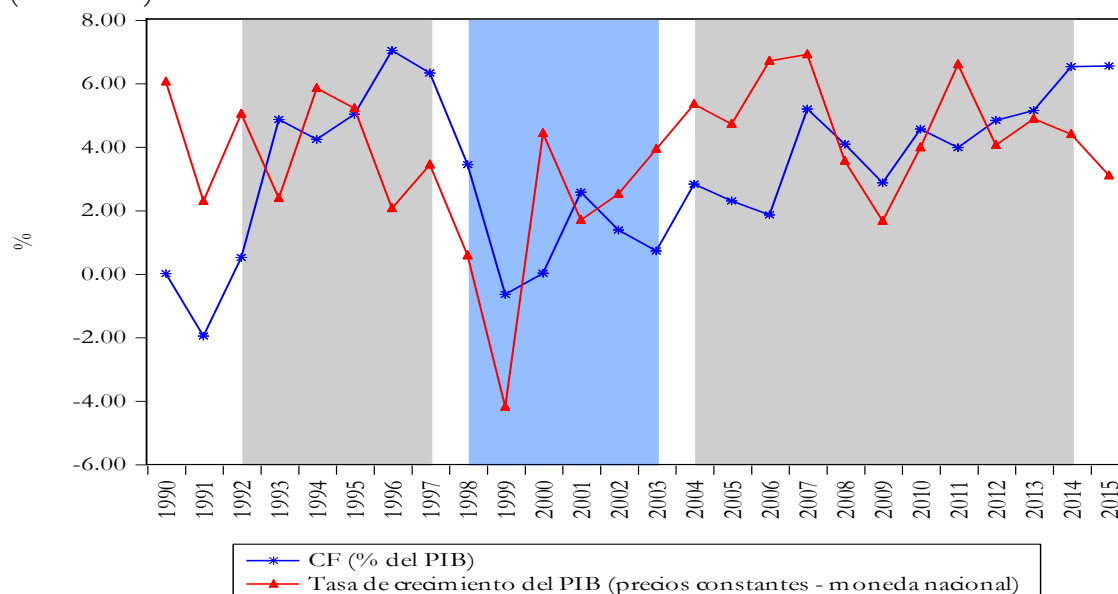
¹⁵¹ Hay otras variables que se citan dentro de estos estudios, tales como: PIB mundial, tasas de interés internacionales, términos de intercambio, prima de riesgo soberano etc.

¹⁵² Por el momento no se ha analizado, pero en el marco teórico ya se había advertido sobre la existencia de un efecto procíclico en el gasto público. Este aspecto será abordado en el Capítulo 5.

capital¹⁵³. Como consecuencia, se puede afirmar que, efectivamente, los flujos de capital han ejercido un efecto procíclico sobre la economía colombiana; como lo advierten Gavin *et al.* (1997), Ffrench-Davis y Ocampo (2001), CEPAL (2002, 2004), Kaminsky *et al.* (2004), Ocampo (2007b, 2012) para varias economías emergentes, y Lozano *et al.* (2013) para algunos países latinoamericanos, incluido Colombia. Esta situación se hace visible en los dos ciclos de financiamiento externo que previamente se describieron: el primero que se dio en la década de los noventa, y el segundo, en el subperiodo 2005 – 2014.

La relación entre el crecimiento económico de Colombia y los ciclos de financiamiento es fehaciente dentro del periodo de investigación analizado. Como se observa en el Cuadro 3.8, las “bonanzas” de los flujos internacionales de capital han estado estrechamente ligadas con las fases de mayor crecimiento de la economía colombiana. Por el contrario, los episodios de salidas (netas), o de menor afluencia de estos flujos, coexistieron con una menor dinámica económica. Así, en el subperiodo 1993 – 1997, que es el lapso de tiempo donde se presentan los primeros efectos de la apertura económica, reflejado, entre otros aspectos, en un mayor peso de la cuenta financiera (% del PIB), la economía colombiana creció a una tasa media anual del 3,77%. Asimismo, en los subperiodos 2004 – 2009 y 2010 – 2014, caracterizados por una entrada significativa de capital foráneo, el PIB creció a una tasa media anual del 4,79% y 4,49%, respectivamente¹⁵⁴.

Gráfico 3.11. Crecimiento del PIB (real) y participación del saldo neto de la cuenta financiera (% del PIB). Periodo 1990 – 2015



La participación del saldo neto de la cuenta financiera se calculó tomando la cifra reportada en la balanza de pagos (Banco de la República) y el monto del PIB en dólares corrientes (Banco Mundial).

Fuente: elaboración propia a partir de la información del Banco de la República, el DANE y el Banco Mundial.

A diferencia de las fases de bonanza, en el subperiodo 1998 – 2003, donde se dio una reducción de las entradas netas de capital, la tasa de crecimiento del PIB fue apenas del 1,2%

¹⁵³ El hecho de que haya una relación entre los movimientos de los flujos de capital y la tasa de crecimiento económico no implica, necesariamente, un vínculo de causalidad. Al respecto Hamann *et al.* (2013, p. 239) concluyen en un estudio de la economía colombiana para el periodo 1996 – 2011 que “la varianza del PIB de Colombia explica casi el 50% de la varianza de largo plazo de los flujos de capitales. El caso contrario no ocurre. La variabilidad de los flujos de capitales es insignificante al explicar la variabilidad del PIB”.

¹⁵⁴ En los mismos periodos, el saldo de la cuenta financiera tuvo una participación promedio anual del 3,2% y 5% del PIB, respectivamente.

promedio anual¹⁵⁵. Los efectos de la reducción de los flujos netos de la cuenta financiera también se pudieron observar en el año 2009, cuando la economía creció a una tasa del 1,65%¹⁵⁶, y en el año 2015 donde el PIB se incrementó en un 3,08%¹⁵⁷.

Cuadro 3.8. Comparativo de la tasa de crecimiento del PIB (real) y la participación de la cuenta financiera en el PIB. Periodo 1990 - 2015

Indicador	Periodo					
	1990 – 1992	1993 – 1997	1998 – 2003	2004 – 2009	2010 – 2014	2015
Tasa media anual de crecimiento del PIB (precios constantes de 2005)	4,44%	3,77%	1,44%	4,79%	4,49%	3,08%
Participación media de la cuenta financiera (% del PIB*)	-0,5%	5,5%	1,2%	3,2%	5,0%	6,5%

*La participación del saldo neto de la cuenta financiera se calculó tomando la cifra reportada en la balanza de pagos (Banco de la República) y el monto del PIB en dólares corrientes (Banco Mundial)

Fuente: elaboración propia a partir de la información del Banco de la República y del DANE

El vínculo existente entre el ciclo económico y los ciclos de financiamiento externo no es gratuito para las economías en desarrollo. Por el contrario, es un sinónimo de la VM a la cual se enfrentan estos países. Tal y como se advirtió en el marco teórico, y se ha podido mostrar en los tres primeros apartados de este capítulo para la economía colombiana, el problema está en que estos países acumulan una serie de desequilibrios macroeconómicos en las fases de auge, que, posteriormente, cuando cambia la situación de la economía, necesariamente tienen que corregir (CEPAL, 2001; Ocampo, 2007b).

Los ajustes recesivos que tienen que enfrentar las economías en desarrollo como resultado de los efectos de los *shocks* externos (Ffrench-Davis, 2010) inicialmente impactan a la demanda agregada, pero al final terminan afectando el comportamiento del producto (Arteaga *et al.*, 2013). Con la información presentada hasta el momento, se puede ver que el fenómeno descrito se ajusta a lo sucedido con Colombia a lo largo del periodo de investigación estudiado. Esta situación se hizo visible luego de la crisis de 1999, donde el saldo de la cuenta corriente se “equilibró” de una manera drástica, al igual que el tipo de cambio. La economía colombiana también se enfrentó a un ajuste recesivo desde el año 2014, donde se alcanzó el punto máximo del déficit de la cuenta corriente¹⁵⁸. En el caso del tipo de cambio (tanto real como nominal), el ajuste también ha sido significativo, tal y como se mostró en el apartado 3.3.

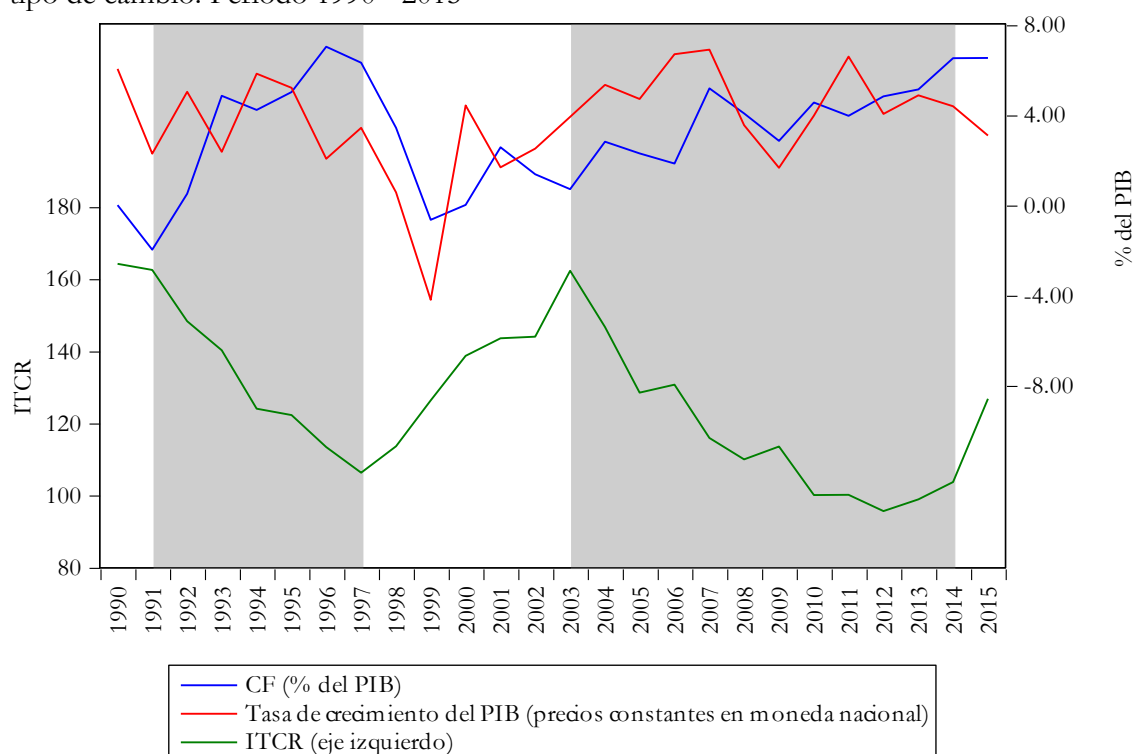
¹⁵⁵ Echavarría *et al.* (2013) calculan que en el periodo 1996 – 2001, que está marcado por un episodio de crisis en 1999, se habría perdido, aproximadamente, el 52% del PIB potencial colombiano.

¹⁵⁶ Para Echavarría *et al.* (2013), los factores externos explicarían el 75% de la dinámica económica en el periodo 2008 – 2009, marcado por la crisis de varias economías desarrolladas.

¹⁵⁷ La economía colombiana, continuando con la tendencia hacia la desaceleración, en el año 2016 creció a una tasa del 2% (DANE) y para el 2017 dicho porcentaje fue del 1.8%.

¹⁵⁸ En el año 2014 el déficit de la cuenta corriente alcanzó los 19.611 millones de dólares, lo que representó el 5,36% del PIB. Al finalizar el año 2016, el saldo se ha reducido hasta los 12.236 millones de dólares, es decir, el 4,33% del PIB (Balanza de pagos - Banco de la República).

Gráfico 3.12. Tasa de crecimiento del PIB, saldo neto de la cuenta financiera (% del PIB) y tipo de cambio. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República, el Banco Mundial y del DANE

La relación entre los movimientos de los flujos internacionales de capital y el PIB también se puede determinar desde el punto de vista estadístico. Siguiendo el planteamiento de Kaminsky *et al.* (2004), se calcularon los coeficientes de correlación parciales entre el PIB (tanto en niveles como en su componente cíclico) y los flujos netos de la cuenta financiera (y sus categorías funcionales), además de otras variables como el tipo de cambio (nominal y real) y los términos de intercambio. Como se puede observar en el Cuadro 3.9, efectivamente, los ciclos de financiamiento externo tuvieron un comportamiento procíclico¹⁵⁹ a lo largo del periodo de investigación¹⁶⁰. Por categorías funcionales, la IED y la IC resultaron estadísticamente significativas, y arrojaron el signo esperado (positivo).

Los resultados encontrados son compatibles con el estudio presentado por Lozano *et al.* (2013), quienes determinaron los coeficientes de correlación entre los flujos netos de la cuenta financiera y el comportamiento del PIB; tomando como referencia a varias economías latinoamericanas, incluida Colombia. En todos los casos (excepto para Chile) los coeficientes fueron estadísticamente significativos, siendo el más alto el de Colombia con un valor de 0.75.

¹⁵⁹ El carácter procíclico de la cuenta financiera se puede constatar en el coeficiente de correlación tanto del saldo neto de la cuenta financiera y el PIB (las dos variables en niveles) y el componente cíclico de las mismas variables. Los coeficientes fueron de 0,91 y 0,72, respectivamente; siendo estadísticamente significativos en los dos casos. Para Kaminsky *et al.* (2004), el signo positivo de los coeficientes de correlación es válido para determinar la existencia de un efecto procíclico de los flujos internacionales de capital.

¹⁶⁰ Esta situación se puede corroborar observando la correlación del componente cíclico del saldo neto de la cuenta financiera, y el de la IED, y el ciclo del PIB. En el caso de la IED, hay que tener en cuenta que es la categoría funcional más importante de la cuenta financiera, tal y como se describió en el apartado 3.1.

Cuadro 3.9. Coeficientes de correlación entre el PIB, la cuenta financiera y sus categorías funcionales, los términos de intercambio y el tipo de cambio. Periodo 1990 - 2015

Variable	Variable					
	PIB (pesos constantes de 2005)			Ciclo del PIB (pesos constantes de 2005)		
	<i>Correlation</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Probability</i>	<i>Correlation</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Probability</i>
Cuenta financiera	0,913813	11,0228	0,0000*	0,4140	2,2279	0,0355*
Cuenta financiera - ciclo	0,108249	0,5334	0,5986	0,7250	5,1566	0,0000*
Cuenta financiera - tendencia	0,970602	19,7557	0,0000*	0,1902	0,9490	0,3521
Inversión Extranjera Directa	0,810561	6,7803	0,0000*	0,3263	1,6911	0,1038
Inversión Extranjera Directa - ciclo	0,047179	0,2314	0,8190	0,4080	2,1893	0,0385*
Inversión Extranjera Directa - tendencia	0,997084	64,0115	0,0000*	0,1020	0,5023	0,6200
Inversión de cartera	0,741412	5,4127	0,0000*	0,2976	1,5273	0,1398
Inversión de cartera - ciclo	0,067626	0,3321	0,7427	0,2343	1,1809	0,2492
Inversión de cartera - tendencia	0,857687	8,1719	0,0000*	0,2489	1,2589	0,2202
Otras Inversiones	0,225117	1,1319	0,2689	0,1950	0,9741	0,3397
Otras Inversiones - ciclo	0,017905	0,0877	0,9308	0,1395	0,6899	0,4969
Otras Inversiones - tendencia	0,940151	13,5163	0,0000*	0,2821	1,4407	0,1626
Variación anual de reservas internacionales	-0,761818	-5,7613	0,0000*	-0,1970	-0,9845	0,3347
Variación anual de reservas internacionales - ciclo	-0,027486	-0,1347	0,8940	-0,2578	-1,3071	0,2036
Variación anual de reservas internacionales - tendencia	-0,981345	-25,0062	0,0000*	-0,0471	-0,2310	0,8193
Índice de la Tasa de Cambio Real (ITCR)	-0,672603	-4,4528	0,0002*	-0,5871	-3,5533	0,0016*
ITCR- ciclo	-0,083685	-0,4114	0,6844	-0,7042	-4,8583	0,0001*
ITCR- tendencia	-0,958795	-16,5333	0,0000*	-0,2406	-1,2145	0,2364
Tasa Representativa del Mercado (TRM)	0,563267	3,3396	0,0027*	-0,4139	-2,2273	0,0356*
TRM - ciclo	-0,098719	-0,4860	0,6314	-0,6475	-4,1629	0,0003*
TRM- tendencia	0,687038	4,6321	0,0001*	-0,2028	-1,0146	0,3204
Términos de Intercambio	0,933298	12,7323	0,0000*	0,1298	0,6413	0,5274
Términos de Intercambio – ciclo	0,037466	0,1837	0,8558	0,0998	0,4912	0,6277

Los flujos netos de la cuenta financiera, así como el ciclo y la tendencia, además de sus categorías funcionales, se toman en dólares corrientes. La descomposición de las series en sus componentes cíclico y tendencial se realizó a través del filtro Hodrick - Prescott (HP). El signo negativo en la variación de las reservas internacionales, de acuerdo a la metodología del FMI, indica que hay acumulación de esta clase de activos por parte de la banca central. En consecuencia, si la correlación es negativa implica que la relación entre las variables es directa.

*Estadísticamente significativa (probabilidad<5%)

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DANE

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

En este capítulo se inició el análisis empírico de una de las vías a través de las cuales se genera la VM, que es la **vía externa** (véase Esquema 2.1). En concreto, se abordó el estudio del canal financiero. Siguiendo con el objetivo general de esta investigación, el propósito fundamental de este capítulo fue mostrar la relación que existe entre las características de los flujos internacionales de capital y la inestabilidad macroeconómica observada en Colombia durante el periodo de referencia de este estudio.

Como se señaló en el marco teórico, el canal financiero transmite los efectos de los *shocks* externos hacia los principales agregados macroeconómicos como resultado de las oscilaciones y la composición de los flujos internacionales de capital. Este fenómeno se explica por el carácter cíclico de dichos flujos y las características que adquieren en este tipo de economías (Palma, 1998; Stiglitz, 2000; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2002, 2007b, 2008b, 2011, 2012; Ffrench-Davis, 2010). Por las razones expuestas, se afirmó que los ciclos económicos de los países en desarrollo se encontraban fuertemente ligados a la dinámica de los ciclos de financiamiento externo, en lo que se ha denominado como la “dominancia de la balanza de pagos” (Ocampo, 2011, 2012; Thirlwall, 2011). Como consecuencia de la persistencia de este fenómeno, varios autores (véase, por ejemplo, Ocampo, 2008b; Ffrench-Davis, 2010; Bielschowsky *et al.*, 2011) han señalado que la volatilidad de la cuenta financiera se ha convertido en una fuente inestabilidad macroeconómica real en las últimas décadas, especialmente para las economías latinoamericanas.

De acuerdo al planteamiento realizado en el Capítulo 2, la inestabilidad macroeconómica que generan los flujos de capital, que es la forma como se manifiesta la VM, es el resultado de los efectos procíclicos ocasionados por los ciclos de financiamiento externo (Stiglitz, 2000; Kaminsky *et al.*, 2004) sobre las economías en desarrollo, los cuales se reflejan en los graves desajustes de las cuentas externas, fundamentalmente del saldo de la cuenta corriente, y de los precios macroeconómicos clave (Ffrench-Davis, 2015); siendo el más importante el efecto sobre el tipo de cambio. La acumulación de desequilibrios ocasionados por los movimientos de los flujos internacionales de capital obliga a que estos países realicen ajustes recesivos cuando la situación de la economía ha empeorado (Ffrench-Davis, 2010), contribuyendo de esta manera a incrementar su nivel de inestabilidad macroeconómica.

Teniendo en cuenta los argumentos teóricos, la hipótesis que se planteó para este capítulo es que **los flujos internacionales de capital jugaron un rol procíclico en la economía colombiana y generaron importantes desequilibrios en sus principales agregados macroeconómicos** (Hipótesis 1). Los principales resultados se presentan a continuación.

Con las medidas de apertura comercial y financiera adoptadas en Colombia desde principios de los noventa, y el contexto internacional en que se vio inmersa, la economía colombiana modificó radicalmente su estructura de financiamiento externo, con relación a la que había prevalecido en las décadas previas. De este modo, la constante a lo largo del periodo de investigación analizado, con breves excepciones, fue el superávit de la cuenta financiera. Así las cosas, el ahorro externo fue el encargado de financiar el exceso de gasto de la economía, con un efecto procíclico sobre la misma. Además, a diferencia de las décadas anteriores, donde lo que primó fue el endeudamiento vía empréstitos, dirigidos en su mayoría hacia el sector público, los flujos de capital del periodo analizado estuvieron constituidos, fundamentalmente, por IED e IC.

El fenómeno que se acabó de describir resulta, en principio, contradictorio respecto a lo señalado en los dos primeros capítulos de esta investigación, donde se afirmó que las corrientes de capital dirigidas hacia las economías en desarrollo en su mayoría estarían constituidas por inversiones de corto plazo, destinadas fundamentalmente hacia actividades especulativas (French-Davis, 1996, 2010, 2015; French-Davis y Ocampo, 2001). Como se pudo observar en el apartado 3.1, esto no es lo que sucedió en la economía colombiana.

En términos de la composición de los flujos internacionales de capital, las entradas netas de IED se convirtieron en la fuente de financiamiento externo más importante para la economía colombiana en el periodo 1990 – 2015. Pero no solamente eso. Como se muestra en el Esquema 3.1, esta categoría funcional de la cuenta financiera fue la principal catalizadora de la VM; lo cual se explica por la composición y el volumen de IED.

Sobre el primer punto, aunque es positivo que la mayor parte de las entradas de capital correspondan a IED, en la medida de la contribución que dichos recursos generaron en la FBKF, los sectores hacia donde se direccionaron no necesariamente reducen el nivel de VM del país. De hecho, la concentración de los flujos de IED en actividades de explotación de recursos naturales ocasionó un incremento en la VM por dos motivos: en primer lugar, porque la FBKF, como agregado, se volvió más dependiente del financiamiento externo. En segundo lugar, porque la inversión fue más inestable, ya que quedó subordinada a unas actividades, como el petróleo y la minería, donde la dinámica de los precios es muy volátil, lo cual puede generar fases muy positivas, como sucedió entre 2004 y 2014, pero también se corre el riesgo, ante un proceso que es cíclico, que haya un estancamiento como resultado de una caída de los precios; como viene sucediendo en la economía colombiana en los últimos años.

La prevalencia de los flujos de IED en la economía colombiana implicaría, inicialmente, la posibilidad de incrementar la capacidad productiva; no obstante, como se advirtió en el marco teórico, dicho efecto se vio reducido en la medida que el ahorro externo terminó expulsando, en parte, al ahorro nacional. Este fenómeno se pudo observar en la reducción gradual del ahorro de las familias y del gobierno (como porcentaje del PIB), además de una menor participación en el financiamiento de la inversión. Como consecuencia, la FBKF, especialmente de las empresas, profundizó su dependencia respecto de los flujos internacionales de capital.

En resumen, como resultado de la mayor concentración de la IED en las actividades de explotación de recursos naturales, además de su comportamiento volátil y cíclico, la FBKF se volvió más dependiente del ahorro externo, haciendo que la inversión sea más inestable; lo cual afecta a la demanda agregada y, por esta vía, al PIB (véase Esquema 3.1).

Pero los recursos de IED no solamente se pueden evaluar por su composición sino también por el volumen. El incremento de la afluencia de este tipo de capitales hacia la economía colombiana, especialmente a mediados de la década de los 90, y posteriormente, desde el año 2005, aunado a la volatilidad de los mismos, tuvo efectos en un precio macroeconómico clave como es el tipo de cambio. La apreciación de la moneda fue una constante durante el lapso de tiempo estudiado y, por tanto, la economía colombiana no ganó competitividad por esta vía; perjudicando no solamente a los exportadores sino también a las empresas que producen los bienes para la economía doméstica, que se enfrentaron a una mayor competencia de las importaciones.

La dinámica del tipo de cambio se explicó, fundamentalmente, por la interacción con dos de las categorías funcionales de cuenta financiera, que son: la IED y la IC (véase Esquema 3.1). Así, aunque la IED es menos volátil que la IC, y por tanto genera menos fluctuaciones del tipo de cambio en el corto plazo, en el mediano plazo los efectos pueden ser igual o más perversos; tal y como ha sucedido en la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado.

Siendo importante el tema de la composición de los flujos internacionales de capital, otro aspecto que se resaltó dentro del marco teórico fue la volatilidad de los mismos. En este punto, la prevalencia de los fondos de largo plazo, representados tanto en la IED como en la deuda externa, supondría cierto grado de estabilidad. En consecuencia, a diferencia de lo planteado en el marco teórico (véase Ffrench-Davis, 2005, 2010), el temor por la acumulación de pasivos de corto plazo, ya sean públicos o privados, que podría desencadenar en una crisis financiera (cambiaria, bancaria o de deuda) a partir de los descalces de moneda y/o de plazos, no ha sido un aspecto tan relevante en la economía colombiana. En el caso de la deuda externa, por ejemplo, al finalizar el año 2016 alcanzó el 42,5% del PIB, de los cuales, el 88% correspondió a endeudamiento de largo plazo.

Ahora bien, aunque los flujos de capital que ingresaron a la economía colombiana durante el periodo de tiempo analizado correspondieron, en su mayoría, a financiamiento de largo plazo, muchos de los efectos negativos asociados a los mismos estuvieron presentes; con lo cual, se cuestiona el hecho de que tal caracterización solamente se pueda ligar a los llamados capitales especulativos. Esta situación se hizo visible ante la presencia de dos de los desequilibrios más importantes señalados en el marco teórico, que son: el déficit de la cuenta corriente y la apreciación cambiaria (por periodos prolongados). En el primer caso, es claro que los periodos de auge de financiamiento externo estuvieron ligados a la acumulación de un déficit muy elevado de la cuenta corriente, que en el año 1997 llegó al 5,39% del PIB y, posteriormente, en el 2015, donde este indicador alcanzó el 6.47% del PIB. El problema del crecimiento excesivo el gasto, desde luego, fueron los ajustes recesivos que se requirieron al terminar las fases de expansión de la economía. Por ende, se puede concluir que los flujos de capital que no necesariamente corresponden a las categorías de corto plazo también generan efectos desestabilizadores que, aunque no terminen en una crisis financiera, pueden causar graves efectos sobre los principales agregados macroeconómicos, los cuales, en su conjunto, terminan redundando en el comportamiento del PIB.

Respecto al tipo de cambio, lo más relevante es que, dada su relación con los factores exógenos, ha permanecido apreciado (tanto en términos reales como nominales) durante periodos muy largos; como sucedió entre 1993 y 1997, y, posteriormente, entre 2004 y 2014. Y aunque todavía no se ha abordado (dentro de esta investigación) el análisis del impacto en términos productivos, el efecto negativo es indiscutible.

Por las razones esgrimidas hasta el momento, en términos de la VM, más que las fluctuaciones de corto plazo, llaman la atención los cambios en el mediano plazo y los efectos sobre los principales agregados macroeconómicos y los macroprecios, especialmente en el tipo de cambio. De esta manera, aunque la volatilidad no haya sido excesiva, más allá de lo ocurrido, en primer lugar, a finales de los noventa, luego, en medio de la crisis financiera y económica de varios países en desarrollo (2007 – 2009), y, por último, en el periodo 2014 – 2015, lo fundamental es que dichos episodios siguen marcados por eventos exógenos.

Considerando el crecimiento de la importancia de los flujos internacionales de capital a lo largo del periodo de estudio, especialmente en el componente de IED, y los efectos

colaterales sobre el déficit de la cuenta corriente, se deduce que la dinámica de la economía colombiana muestra un vínculo cada vez más estrecho con los factores externos, los cuales han contribuido a incrementar el nivel de VM del país.

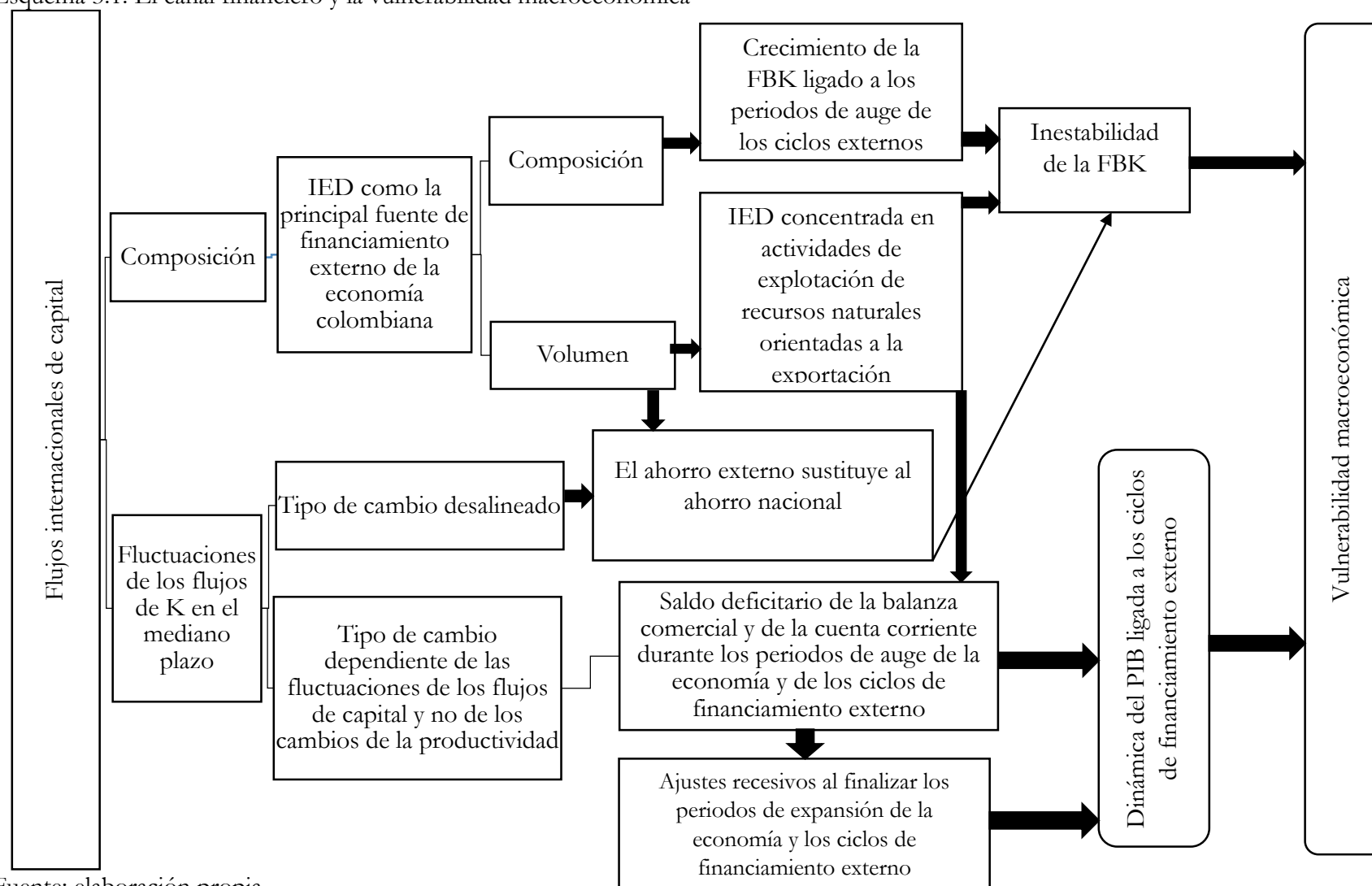
Bajo los argumentos presentados, se puede concluir que la información que se aportó a lo largo de este capítulo es válida para soportar la hipótesis que se planteó (Hipótesis 1). Evidentemente, existen algunos aspectos que no se abordaron. El estudio que se planteó sobre las características de los flujos internacionales de capital se estructuró pensando en los efectos reales de los mismos, lo cual llevó a un análisis a nivel de categorías funcionales y sectores de inversión. Bajo estas consideraciones, no se desarrolló un examen de los rasgos específicos de los llamados capitales especulativos, que estarían dentro de la categoría de IC. En consecuencia, se evitó profundizar en aspectos que resultan muy significativos desde la óptica financiera tales como el comportamiento de los agentes económicos, las características de los productos que se negocian, el tipo de activos y/o pasivos, los instrumentos etc., lo cual, desde luego, está por fuera del alcance de esta Tesis. El hecho no abordar el análisis de estos aspectos se justifica, en primer lugar, porque lo que más interesa dentro de esta investigación son los efectos sobre las variables reales, que es desde donde se emprende el análisis de la VM, y, en segundo lugar, porque el periodo de investigación estuvo marcado, fundamentalmente, por los flujos de IED.

En términos metodológicos, el análisis de la VM desde la perspectiva de las variables reales mostró que no necesariamente se requiere que haya un evento que se pueda clasificar como crisis financiera para que una economía pueda ser catalogada como vulnerable. De esta manera, los argumentos conceptuales desarrollados tanto en el Capítulo 2 como en el apartado 1.1 resultan apropiados para emprender este tipo de análisis.

Por último, hay que tener en cuenta que los resultados presentados hasta aquí son parciales, lo cual se explica porque el fenómeno de la VM resulta de la conjunción de distintas variables. La vía externa, y específicamente el canal financiero, ofrece muchas luces que permiten relacionar los *shocks* externos y la dinámica de los principales agregados macroeconómicos. No obstante, es necesario profundizar en el estudio de otras variables. Dicha tarea será abordada en los siguientes capítulos.

En el Esquema 3.1 se pueden observar las relaciones y mecanismos a través de los cuales el canal financiero terminó afectando la senda de la VM en la economía colombiana; teniendo como base lo que sucedió en el periodo 1990 – 2015.

Esquema 3.1. El canal financiero y la vulnerabilidad macroeconómica



Fuente: elaboración propia

CAPÍTULO 4. EL CANAL COMERCIAL Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

En el Capítulo 3 de esta investigación se presentó el análisis del canal financiero, que hace parte de una de las vías a través de las cuales se origina la VM. Para abordar la totalidad del estudio de la VM desde la vía externa, en este capítulo se examina el canal comercial (véase Esquema 2.1). Como se mencionó en el marco teórico, hay una relación muy profunda entre los canales comercial y financiero, por lo cual, si bien es cierto que los mecanismos a través de los cuales transmiten sus efectos a los principales agregados macroeconómicos son diferentes, en la mayoría de los casos, se complementan. Por esta razón, muchos de los aspectos que se van a mostrar en este capítulo resultan de la dinámica observada en el canal financiero. Asimismo, las características de los flujos comerciales serán fundamentales para entender la estructura de las corrientes de capital que han ingresado a la economía colombiana en las últimas décadas, y particularmente durante el periodo de tiempo que abarca esta investigación.

Desde el punto de vista teórico (véase Capítulo 2), la VM de un país resulta de la combinación de una serie de factores, entre estos, sus características económicas y productivas (Guillaumont, 1999, 2010; Briguglio, 2003; Pérez, 2015a; Abeles y Valdecantos, 2016; Valdecantos, 2016) y el tipo de inserción comercial (CEPAL, 2001; Ocampo, 2008a). Dados los rasgos del patrón de especialización productiva de cada país, especialmente en aquellos casos donde las exportaciones están concentradas en productos ligados a la explotación de recursos naturales, la economía muestra un alto grado de sensibilidad ante los *shocks* externos, por lo cual, ante un evento adverso, como puede ser la fluctuación abrupta de los términos de intercambio o de la demanda externa, este va a causar un efecto sustancial sobre sus principales agregados macroeconómicos. Por las razones señaladas, el canal comercial se convierte en una fuente de inestabilidad macroeconómica y, por esta vía, afecta la VM de un país.

Teniendo en cuenta los elementos mencionados, en este capítulo se busca dilucidar la relación que existe entre el canal comercial y las fluctuaciones de los principales agregados macroeconómicos; que es la forma a través del cual se manifiesta la VM (véase Esquema 2.1). En términos del objetivo general de la Tesis, el propósito es mostrar la relación entre las características del modelo de inserción comercial y los desequilibrios macroeconómicos surgidos en la economía colombiana dentro del lapso de tiempo estudiado. Para el desarrollo de este capítulo se plantea la siguiente hipótesis: **durante el periodo de referencia de esta investigación, la economía colombiana profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de los recursos naturales, que continúa siendo la causa fundamental del desequilibrio externo de este país (Hipótesis 2).**

Con el propósito de aportar evidencia empírica para soportar la hipótesis planteada, este capítulo se encuentra organizado de la siguiente manera: en el primer apartado se analizan los cambios, y algunas regularidades, del patrón de especialización productiva de la economía colombiana dentro del periodo de tiempo estudiado. En el segundo apartado se presenta el estudio de la dinámica y composición de la cuenta corriente. En este punto, el objetivo es esbozar las razones por las cuales persiste el déficit de esta sub-balanza en un marco de apertura comercial y financiera, y las consecuencias que este fenómeno genera dentro de la economía colombiana. En el tercer apartado se busca determinar el grado de influencia del canal comercial, y particularmente de los términos de intercambio, en la evolución del tipo de cambio. Por último, en el cuarto apartado, se muestra la relación entre el canal comercial y la inestabilidad macroeconómica real, cuyo efecto final queda reflejado en la dinámica del

PIB. Desde el punto de vista teórico, este vínculo se deriva del nexo que existe entre la persistencia de los desequilibrios externos, la inestabilidad de la demanda agregada y el ciclo económico (véase Thirlwall, 1979, 2011; Cimoli, 2005; Ocampo, 2012).

4.1. LA BALANZA COMERCIAL COLOMBIANA: PERIODO 1990 - 2015

Un propósito básico dentro de este apartado es identificar los principales cambios en el modelo de inserción comercial de la economía colombiana durante el periodo de referencia de este estudio. Como se advirtió al inicio de este capítulo, la caracterización del modelo de inserción productiva y el estudio de la influencia que ejercen los *shocks* externos sobre el mismo resultan fundamentales para entender la VM de este país. Además, se busca observar la relación entre el canal comercial y la inestabilidad macroeconómica; en este caso, por la vía de la balanza comercial.

El análisis de la balanza comercial dentro de este apartado se encuentra organizado de la siguiente manera: inicialmente se aborda el estudio de las exportaciones, buscando identificar sus principales rasgos y el comportamiento de las mismas a lo largo del periodo de investigación examinado, y posteriormente se realiza una revisión de las características y la estructura de las importaciones. Una vez se explica la dinámica de estas dos variables, se analiza la balanza comercial en su conjunto.

4.1.1. Exportaciones

En los capítulos 1 y 2 de esta Tesis se destacó la importancia de los rasgos de la inserción comercial y, en general, de la estructura productiva de cada economía, como algunos de los aspectos más importantes para entender la VM de un país, particularmente desde los planteamientos estructuralistas y neoestructuralistas (Bielschowsky, 2009; Ffrench-Davis, 2010, 2015; Bielschowsky *et al.*, 2011; Pérez, 2015a). En términos comerciales, se subrayó la existencia de importantes asimetrías tecnológicas entre las economías desarrolladas y los países en desarrollo, las cuales terminan generando grandes diferencias de productividad y, de esta manera, obstruyendo la diversificación productiva y exportadora de estos últimos (Bielschowsky *et al.*, 2011). Al final, dichas asimetrías resultan fundamentales para explicar las características de los flujos comerciales y los patrones de especialización productiva que prevalecen en las economías en desarrollo (Cimoli, 2005).

Dado que las asimetrías tecnológicas y las características de la demanda (externa) a la que se enfrentan las economías en desarrollo no han cambiado sustancialmente en las últimas décadas¹⁶¹ (véase CEPAL, 2004b; Rodríguez, 2006; OMC, 2013), en especial para los países sudamericanos, y particularmente para Colombia, no se esperan grandes modificaciones en su patrón de inserción comercial, el cual, como se mencionó en el apartado 1.2, sigue ligado a la explotación de los recursos naturales. Como se advirtió en el marco teórico, la persistencia de un modelo de este tipo afecta el crecimiento económico en la medida en que los encadenamientos intersectoriales son débiles (Cimoli, 2005; Bielschowsky, 2009; OMC, 2013), y la actividad económica sigue supeditada a los *shocks* exógenos (Rodrik, 1998; Kuwayama y Durán, 2003; CEPAL, 2004b; Ocampo, 2007b; Bielschowsky, 2009; OMC, 2013).

¹⁶¹ Salvo en el caso de las manufacturas, donde se visualizan cambios en la composición de la oferta mundial ante las medidas de internacionalización de la producción adoptadas por las empresas y la emergencia de varios países en desarrollo que han incursionado en esta actividad (Krugman, 1995; CEPAL, 2002; Rosales, 2009; OMC, 2013). Este no es el caso de Colombia.

Desde la perspectiva real, el vínculo entre el PIB y los *shocks* exógenos se deriva del alto grado de sensibilidad de la actividad económica frente a la evolución de los ciclos comerciales (Taylor; 2001; Ocampo, 2005, 2011), que están relacionados con dos variables: los términos de intercambio y la demanda externa¹⁶². En el primer caso, que es el que más interesa dentro de esta investigación, los efectos se pueden visualizar tanto en la demanda como en la oferta agregada. Respecto a la demanda agregada, habría un efecto procíclico sobre cada uno de sus componentes (Ocampo, 2011), derivado del comportamiento de variables como el tipo de cambio y el gasto público. En el caso de la oferta, lo fundamental es el efecto que generan los *shocks* exógenos en términos de la reasignación sectorial de recursos, lo que al final termina distorsionando la estructura productiva de estos países (Corden y Neary, 1982; Krugman, 1987; Sachs y Warner, 1995; Ocampo, 2011; Ffrench-Davis, 2015).

Una vez se recapitularon algunos de los elementos teóricos, en adelante se presenta un análisis detallado del comportamiento de las exportaciones a lo largo del periodo de investigación de referencia¹⁶³. Para alcanzar este propósito, en la primera parte se evalúa la dinámica de esta variable desde una perspectiva macroeconómica. Es decir, se examina su importancia en términos de la demanda agregada, la tasa de crecimiento respecto al PIB, y, por último, la volatilidad registrada en el periodo de investigación estudiado. Ahora, dado que el propósito fundamental es caracterizar el patrón de inserción comercial, en la segunda parte se realiza un análisis según los tipos de bienes que se exportan, las principales actividades económicas, la concentración o diversificación de las mismas y la dependencia respecto de los términos de intercambio.

A. Evolución de las exportaciones: periodo 1990 – 2015

Uno de los objetivos por los cuales se aceleró el proceso de apertura económica y desregulación en varios países en desarrollo, incluido Colombia, fue hacer del sector externo un medio a través del cual se pudiera generar mayor dinamismo de la actividad económica (Rodríguez, 2006). Para el caso de América Latina, tales medidas se justificaron en su momento por los problemas que habían acusado estos países a finales de los 70 y, particularmente, en la década de los 80. Fue en este marco donde la mayoría de países sudamericanos emprendieron sus reformas tendientes a modificar su patrón de crecimiento económico; por lo menos en la teoría.

Como se mencionó en el anterior capítulo, Colombia no fue ajena a las transformaciones en la dinámica de la economía mundial que se dieron durante las décadas de los 70 y 80. Y aunque muchas de las medidas de liberalización se adoptaron en los años previos, fue al inicio de la década de los 90 cuando se tomaron las medidas más contundentes, especialmente en el campo comercial¹⁶⁴ (véase DNP, 1991).

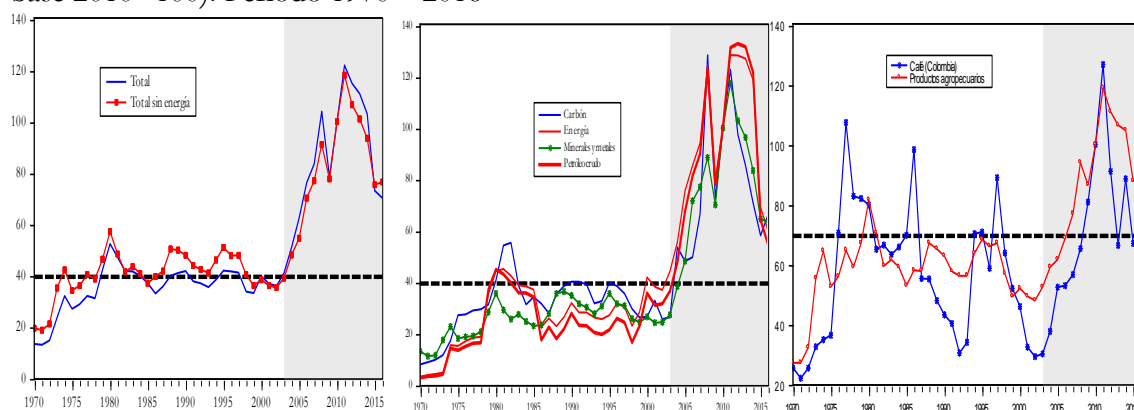
¹⁶² Para el caso latinoamericano, en los apartados 1.2. y 1.3. se destacó la importancia de los *shocks* externos en el ciclo económico de estos países (véanse Prebisch, 1949; Taylor; 2001; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2005 y 2011; Cimoli, 2005; Rodríguez, 2006; Izquierdo *et al.*, 2008; Frenkel y Rapetti, 2009). En el caso colombiano, Esguerra y Villar (2005) señalan la gran influencia que ejerció el comercio exterior dentro de la actividad económica y la estructura productiva a lo largo del siglo XX.

¹⁶³ Aunque el periodo de análisis va desde 1990 hasta 2015, cuando la información esté disponible, se toman datos que van más allá de ese lapso. El propósito de tener un panorama más amplio dentro del análisis.

¹⁶⁴ El proceso de apertura económica en Colombia ha sido gradual. Desde el punto de vista comercial, se inició hacia la década de los 70. No obstante, las medidas más contundentes, que ya incluían el sector financiero y la inversión extranjera, se tomaron a finales de los 80, en el mandato de Virgilio Barco, y a inicios de la década de los 90, bajo el gobierno de Cesar Gaviria (Villar y Esguerra, 2005).

En términos macroeconómicos, la importancia de las exportaciones en el PIB no se modificó sustancialmente una vez se aplicaron las medidas de liberalización comercial a inicios de los noventa (véase también Villar y Esguerra, 2005). Dicho fenómeno ni siquiera se dio en los años donde se presentó el llamado *boom* de los precios de las materias primas (energía y minerales), cuyos efectos se hicieron más fuertes desde la segunda mitad de la década de los 2000 (véase Gráfico 4.1). De hecho, en el periodo 1990 – 2016, las exportaciones representaron, en promedio, el 16,6% del PIB¹⁶⁵ (véase Gráfico 4.2). Este porcentaje resulta apenas superior al reportado en la década de los 70, cuando dicho indicador llegó a una media del 15,36% del PIB, o el alcanzado en los 80, que fue del 14,5%¹⁶⁶.

Gráfico 4.1. Índices de precios de los principales productos básicos de exportación (Año base 2010=100). Periodo 1970 – 2016



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL

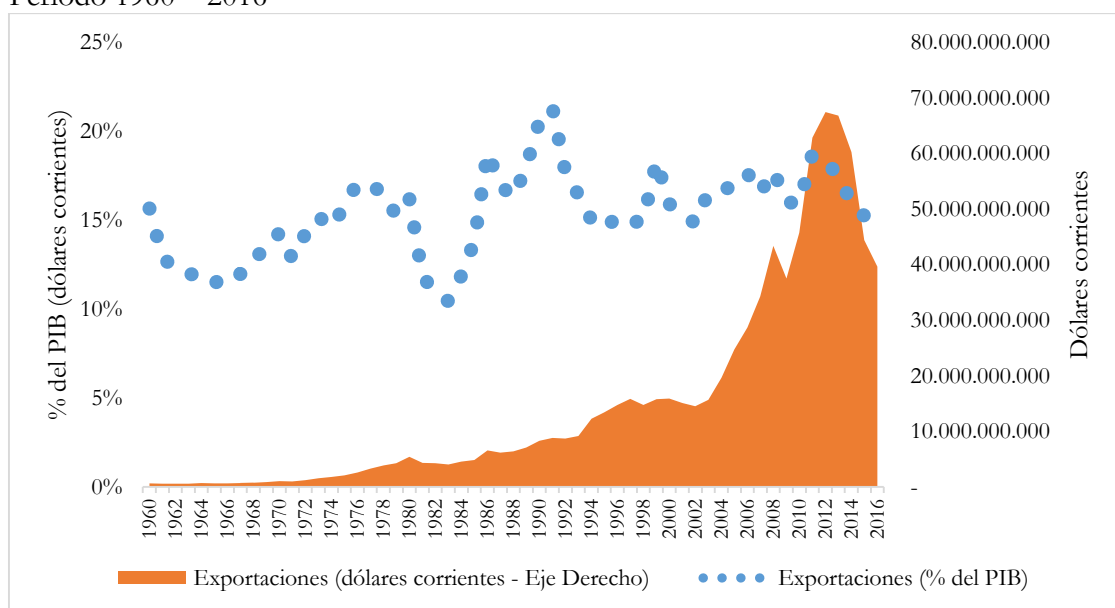
En el periodo 1990 – 2015, en términos nominales (dólares corrientes), las exportaciones crecieron a una tasa media anual (acumulada) del 6,95%. Naturalmente, hay diferentes fases a lo largo de este lapso de tiempo, algunas caracterizadas por fuertes incrementos y otras con una dinámica contraria (ver Cuadro 4.1), con lo cual, se puede hablar de un proceso que ha sido cíclico.

Llama especialmente la atención que los periodos donde más crecieron las exportaciones fueron aquellos donde se presentó una mayor afluencia de capitales. Este aspecto, en principio, es positivo, porque quiere decir que los flujos de capital se canalizaron hacia bienes transables, con lo cual, se hizo posible que el país obtuviera divisas para poder pagar las importaciones y una parte de las rentas factoriales, sin incurrir en las dificultades que habían señalado Ffrench-Davis y Ocampo (2001) y Ffrench-Davis (2005) cuando ocurre el proceso contrario.

¹⁶⁵ Las cifras se tomaron en dólares corrientes, dado que el monto total de exportaciones también se expresó en los mismos términos. Se adoptó esta metodología porque los datos de la balanza de pagos se encuentran organizados de esta manera y, por tanto, lo que se buscó es homogeneizar la información. Respecto al comportamiento de las exportaciones en términos reales, cuya información se encuentra en las cuentas nacionales publicadas por el DANE, hay que decir que no se visualizan grandes diferencias, excepto para los años 1990 y 1991. En el resto de los años, la brecha no llega a ser superior a los 2 pp, contando algunos años atípicos.

¹⁶⁶ Dicho fenómeno también se destaca por autores como Villar y Esguerra (2005), quienes analizaron esta relación para todo el siglo XX.

Gráfico 4.2. Exportaciones colombianas según participación en el PIB y monto anual. Periodo 1960 – 2016



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial

Cuadro 4.1. Tasa de crecimiento anual promedio de las exportaciones (dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015

Indicador	Periodo						
	1990 – 1992	1993 – 1997	1998 – 2002	2003 – 2008	2009	2010 – 2012	2013 – 2015
Tasa de crecimiento anual (promedio)	7,03%	12,65%	-1,73%	20,04%	-13,6%	21,66%	-9,6%

Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial

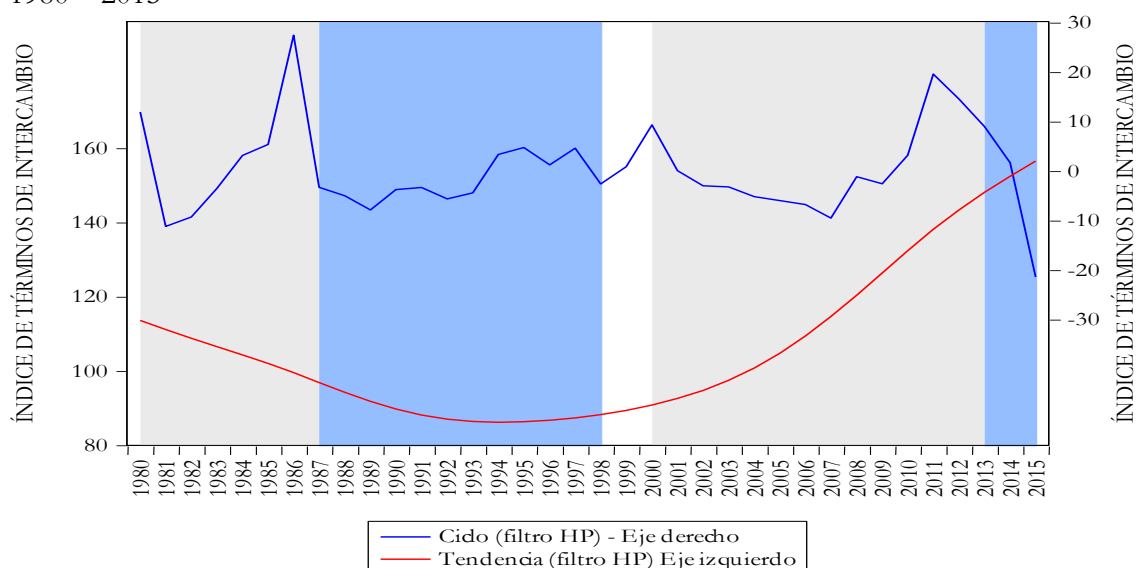
La dinámica de las exportaciones colombianas a lo largo del periodo de investigación estuvo marcada por el rol que jugaron los términos de intercambio; especialmente desde mediados de la década de los 2000 (véase Gráfico 4.3). Así, por ejemplo, en el periodo 2003 – 2008, donde se alcanzó la mayor tasa de crecimiento de las exportaciones (20,04% promedio anual), se dio un fuerte incremento de los precios de las *commodities*, particularmente en el caso de los hidrocarburos y los minerales¹⁶⁷. Lo contrario sucedió en el periodo 2013 – 2015¹⁶⁸, donde se pudo visualizar los efectos de la reducción de los precios de varios de estos productos¹⁶⁹; especialmente del petróleo; que durante la última década se convirtió en el principal producto de exportación de Colombia.

¹⁶⁷ Lo mismo sucedió en el periodo 2010 – 2012 y, con menor intensidad, entre 1993 y 1997.

¹⁶⁸ En el periodo 1998 – 2002 no se ven grandes modificaciones en los términos de intercambio, más allá de una leve caída entre 1997 y 1998, y posteriormente, entre los años 2000 y 2002.

¹⁶⁹ A pesar de la caída de los términos de intercambio, cuyo punto máximo se ubicó en el año 2011, la cifra alcanzada en 2015 todavía se ubica en los niveles del año 2010, con lo cual, permanece en un nivel elevado ya que es superior al resto de años que corresponden al periodo de estudio.

Gráfico 4.3. Índice de términos de intercambio para Colombia (promedio anual). Periodo 1980 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

Una consecuencia derivada de las oscilaciones de los términos de intercambio, y de las características del patrón de inserción internacional que prevalece en Colombia, se ve reflejada en la volatilidad de las exportaciones. Como se puede ver en el Cuadro 4.2, los periodos de mayores fluctuaciones de esta variable estuvieron vinculados con las fases marcadas por fuertes movimientos de los precios de los bienes y servicios que se exportan. De hecho, el subperiodo 2003 – 2008, que fue donde más crecieron las exportaciones, se caracterizó por una mayor volatilidad (relativa) de esta variable (medida tanto por el coeficiente de variación como por la desviación estándar). Esta situación también se presentó en los subperiodos 1993 – 1997 y 2010 – 2015.

Cuadro 4.2. Volatilidad de las exportaciones según periodos de referencia (1990 – 2015)

Indicador	Periodo						
	1990 – 1992	1993 – 1997	1998 – 2002	2003 – 2008	2009	2010 – 2012	2013 – 2015
Coeficiente de variación	0,027	0,176	0,036	0,332	NA	0,159	0,164
Desviación estándar (variaciones interanuales)	7,1%	10,4%	4,9%	6,5%	NA	12,2%	10,5%

NA: no aplica

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

B. Características de las exportaciones colombianas

El propósito de este subapartado es profundizar en el análisis de las características y la dinámica que mostraron las exportaciones colombianas durante el periodo 1990 – 2015. Este aspecto es importante debido a que permite realizar un primer acercamiento a los efectos que puede generar el sector externo en el resto de agregados macroeconómicos. En este sentido, lo que se busca mostrar es que, Colombia, durante los años de apertura, no ha evidenciado cambios importantes en su modelo de inserción comercial, por lo cual, los productos que exporta siguen ligados a la explotación de recursos naturales y, por tanto, dependen de la dirección que tomen los términos de intercambio y la demanda externa.

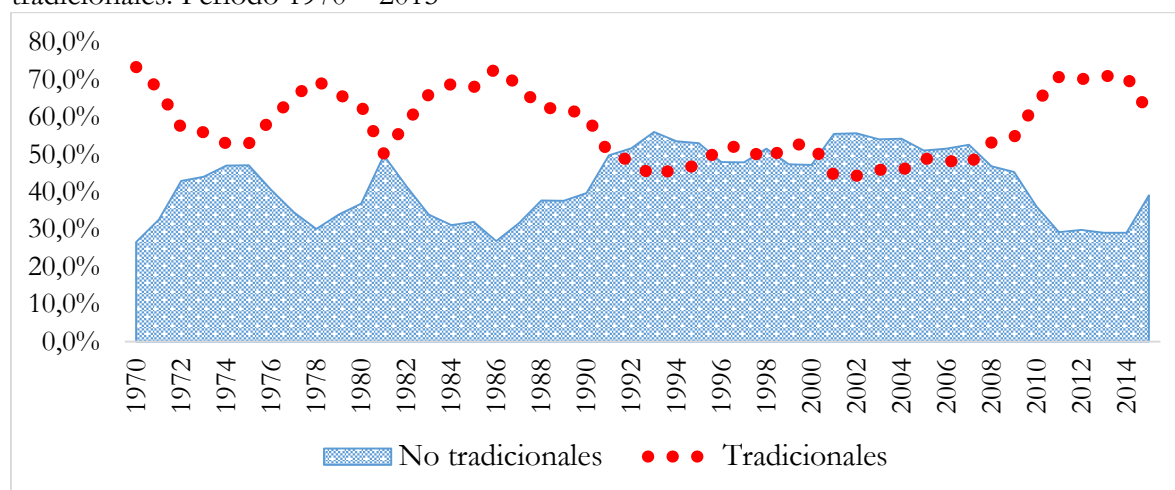
De acuerdo a la clasificación general de las exportaciones (bienes y servicios), los productos que Colombia vende al exterior están constituidos fundamentalmente por bienes, que en el periodo 1994 – 2015 representaron, en promedio, el 87,2% del total¹⁷⁰. A partir de esta información, en adelante, el estudio de las exportaciones se concentra en dicho grupo.

Para el análisis de las exportaciones existen diferentes clasificaciones de acuerdo a una serie de aspectos de interés de las instituciones que publican esta información. En este caso, se empieza describiendo los datos suministrados por el DANE, que compila los datos de las exportaciones así: por grandes grupos, definidos como tradicionales y no tradicionales¹⁷¹, y según la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU).

Como se puede observar en el Gráfico 4.4, los primeros años de la apertura comercial significaron para Colombia una mayor participación de las exportaciones no tradicionales. Y aunque este fenómeno fue positivo, solamente duró hasta el inicio de la década de los 2000. Hacia el año 2003, la estructura comercial se vio modificada como resultado del incremento de los precios de los bienes relacionados con la minería y los hidrocarburos; cuya dinámica continuó prácticamente por una década. Al final del periodo (2013 – 2015), donde se presentó un ajuste paulatino de los precios (a la baja), la brecha entre las exportaciones tradicionales y las no tradicionales nuevamente se redujo.

Dentro de las características del patrón de inserción comercial, llama la atención que la mayor parte de las exportaciones colombianas están concentradas en cuatro productos (café, petróleo y sus derivados, ferroníquel y carbón). Como se había advertido en el apartado 1.2, el problema para este tipo de países es que tienen mayores riesgos de verse afectados por los *shocks* externos, en la medida que sus exportaciones dependen de la trayectoria de los términos de intercambio.

Gráfico 4.4. Exportaciones de Colombia según grandes grupos: tradicionales y no tradicionales. Periodo 1970 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE y el Banco de la República

La situación que se acaba de describir no resulta extraña dado que Colombia ha mantenido, históricamente, un modelo de inserción comercial ligado a las exportaciones de bienes

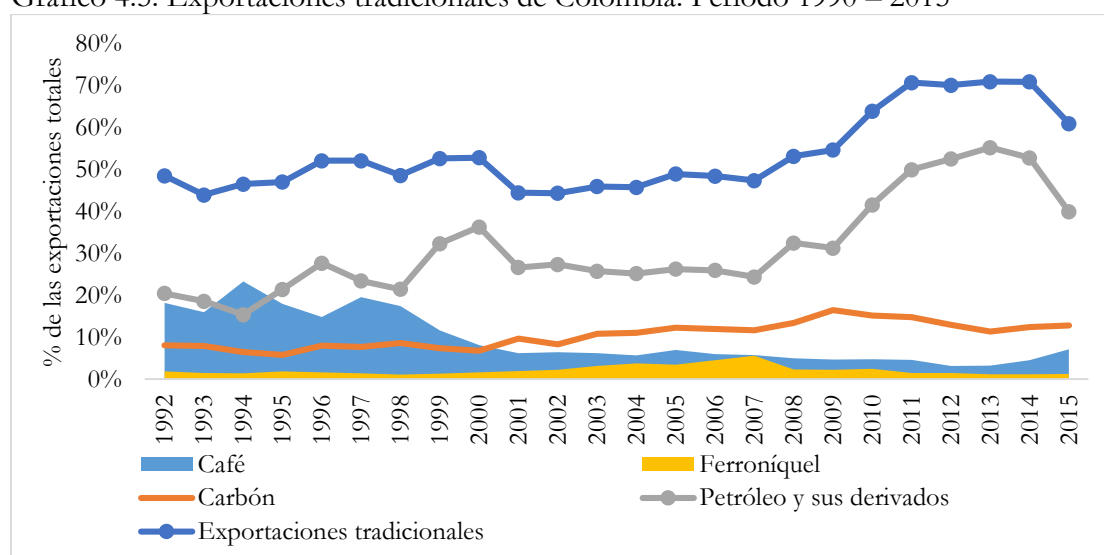
¹⁷⁰ Las cifras fueron tomadas en dólares corrientes, de acuerdo a la información reportada en la balanza de pagos suministrada por el Banco de la República.

¹⁷¹ De acuerdo a las publicaciones que hace el DANE, las exportaciones tradicionales de Colombia están compuestas por: café, carbón, petróleo y sus derivados, y ferroníquel.

primarios, el cual se ha fortalecido en aquellos años en que los términos de intercambio resultaron más favorables (véase también López *et al.*, 2015). Este aspecto es muy claro en el subperiodo 2008 – 2015. De cualquier forma, en el resto del periodo también se puede observar una dinámica cíclica ligada al comportamiento de los precios¹⁷².

Ahora bien, a pesar de que Colombia, en general, mantuvo un modelo de inserción comercial atado a la explotación de *commodities*, representadas en su mayoría en las exportaciones tradicionales, también se pudo observar cambios importantes dentro de este grupo. Así, entre los años 1990 y 2015, donde las exportaciones tradicionales representaron el 60% del total, se puede ver que, poco a poco, se ha dado un desplazamiento de los productos mineros (carbón y ferroníquel) y el petróleo y sus derivados en detrimento del café; que fue durante muchos años el principal producto de exportación de Colombia. El fenómeno que se acaba de describir implica que Colombia pasó de ser un país cafetero a especializarse en la explotación petrolera. Como se puede ver en el Gráfico 4.5, entre 1992 y 1998, estos dos productos tenían una participación similar en las exportaciones totales. Sin embargo, a partir de 1999 la situación se modificó radicalmente, haciendo que el petróleo, y sus derivados, tomaran el lugar que había ocupado el café. Esta situación se hizo mucho más visible entre 2008 y 2015, donde el petróleo y sus derivados representaron, en promedio, el 44% de las exportaciones colombianas.

Gráfico 4.5. Exportaciones tradicionales de Colombia. Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE

El incremento de la participación de la minería en las exportaciones totales no solamente contrasta con lo que sucedió con el café sino también con otras actividades. Como se puede observar en el Gráfico 4.6, mientras esta actividad económica es cada vez más importante dentro de la estructura de las exportaciones, especialmente desde el año 2008, lo contrario ha sucedido con la industria manufacturera.

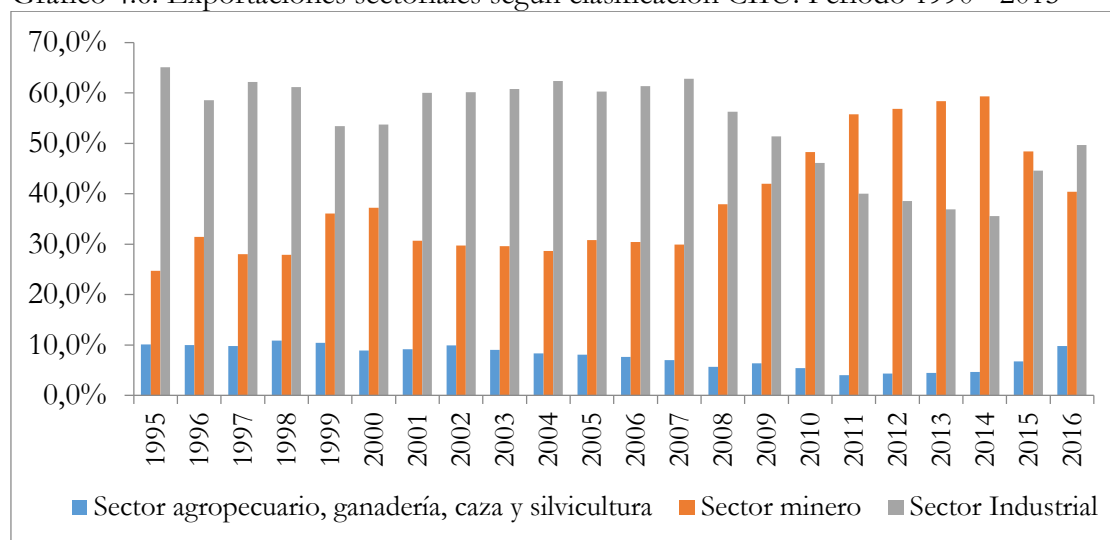
La dinámica del sector minero en Colombia ha dejado grandes secuelas en el sector industrial. Un indicador que resulta muy útil para este propósito es el porcentaje de exportaciones que corresponde a productos manufacturados¹⁷³. Las cifras son muy claras: mientras en el periodo

¹⁷² La dinámica de los precios de los productos primarios se trata de una manera muy amplia en Erten y Ocampo (2013).

¹⁷³ Información tomada de la CEPAL. Los datos se pueden consultar en la siguiente dirección: http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/buscador.asp?idioma=e&string_busqueda=

1990 – 2015 el promedio fue del 30,7%, en el subperiodo 2008 – 2015, marcado por un incremento significativo de las exportaciones mineras y petroleras, dicho porcentaje se redujo al 22,7%. Incluso, entre 2011 y 2014, el indicador fue del 18%¹⁷⁴. Desde el punto de vista teórico, la dinámica de la industria manufacturera estaría reflejando los efectos de la llamada “enfermedad holandesa”¹⁷⁵ (véase Corden y Neary, 1982; Krugman, 1987; Ocampo *et al.*, 2015).

Gráfico 4.6. Exportaciones sectoriales según clasificación CIIU. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE

Ahora bien, los datos mostrados en el Gráfico 4.6 reflejan una situación que aparentemente es contradictoria respecto al patrón de especialización productiva que se ha descrito hasta el momento, puesto que los bienes industriales representarían prácticamente la mitad de las exportaciones. En realidad, esto se debe a la forma como se agrupan los datos. Así, por ejemplo, muchos de los bienes agroindustriales, como los productos alimenticios y bebidas, se incluyen en la industria, con lo cual, la participación de la misma tiende a incrementarse. Por esta razón, se toma un indicador que refleja la incidencia de los bienes primarios dentro de las exportaciones, donde se incluyen aquellos productos que tienen una mínima elaboración (valor agregado) (véase la clasificación realizada por Lall, 2000).

El Gráfico 4.7 es muy fehaciente para el propósito de caracterizar el patrón de especialización productiva colombiano. Como se puede ver, la participación de los bienes primarios en las exportaciones totales no se ha reducido. Es más, a partir del año 2007 se ha incrementado, haciendo que al terminar el periodo de referencia se ubique en los niveles alcanzados a finales de los 80; lo cual implica un retroceso frente a lo que se esperaba del proceso de apertura¹⁷⁶. Y aunque esto también ha sucedido en el resto de América Latina¹⁷⁷, Colombia sigue

¹⁷⁴ Vale aclarar que no todos los productos manufacturados representan un alto valor agregado. Para el Banco Mundial, entre 1991 y 2015, del total de las exportaciones de manufacturas, en promedio, solo el 6,3% correspondieron a productos de alta tecnología. Dicho porcentaje se elevó hasta el 9,5% en 2015, que marcó el punto más alto de la serie. Información obtenida de la base de datos del Banco Mundial: (<https://datos.bancomundial.org/indicador/TX.VAL.TECH.MF.ZS>).

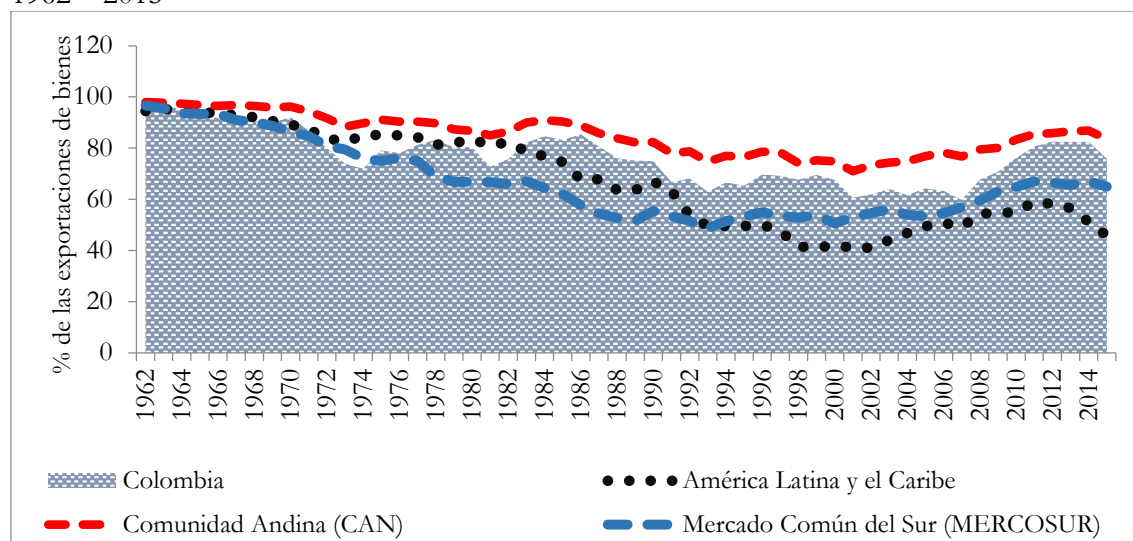
¹⁷⁵ Estos elementos se amplían en el Capítulo 7.

¹⁷⁶ Por lo menos desde la perspectiva neoestructuralista, donde se ha insistido en la necesidad de cambiar el patrón de inserción comercial, lo cual implica dotar de un mayor grado tecnológico a las exportaciones; algo que, por lo visto, no se ha cumplido.

¹⁷⁷ Incluye los siguientes países: Argentina, Barbados, Belice, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México,

ubicándose por encima del promedio¹⁷⁸, superando de esta manera a países de la región, agrupados en el MERCOSUR¹⁷⁹, y muy cerca del promedio de la CAN¹⁸⁰.

Gráfico 4.7. Exportaciones de productos primarios según su participación en el total. Periodo 1962 – 2015



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL

Además de que la participación de las manufacturas dentro de las exportaciones totales ha tendido a reducirse, gran parte de las mismas siguen basadas en los recursos naturales (véase Gráfico 4.8); especialmente por la influencia que ejercen los productos como el petróleo, el cemento, los minerales etc. Dicho fenómeno, incluso, tendió a agudizarse durante el auge de los precios de las *commodities*, que se dio desde mediados de los 2000.

Ahora bien, de aquellas manufacturas que se pueden clasificar en alguna de las categorías tecnológicas (véase Lall, 2000), la mayor participación está en las de tecnología baja y media (véase Gráfico 4.9). No obstante, en el periodo analizado, cabe destacar el incremento de la participación de las manufacturas de tecnología media y la reducción de aquellas que se encuentran clasificadas en la categoría de tecnología baja (véase Gráfico 4.9). Con relación a las manufacturas de tecnología alta, si bien es cierto que estas ganaron participación en el conjunto, pasando del 6% en el año 1995 al 12% en el año 2012¹⁸¹, dichos porcentajes continúan siendo muy bajos en aras de vislumbrar un cambio en el patrón de inserción comercial.

Además de que las exportaciones colombianas en su mayoría son de origen primario, están concentradas en pocos productos. De acuerdo a la información de la CEPAL, siguiendo la clasificación CUCI¹⁸², si se suman los diez productos principales de exportación por cada año, en promedio, estos representaron el 64,3% del total en el periodo 1990 – 2015. Incluso, si se toman los dos productos con mayor participación por año, el promedio alcanza el 40%.

Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay, Venezuela (República Bolivariana de).

¹⁷⁸ Cabe advertir que este promedio se ve afectado por la participación de países como México y Brasil. En el caso de México, la contribución que hace el sector manufacturero es muy significativa.

¹⁷⁹ Incluye los siguientes países: Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay.

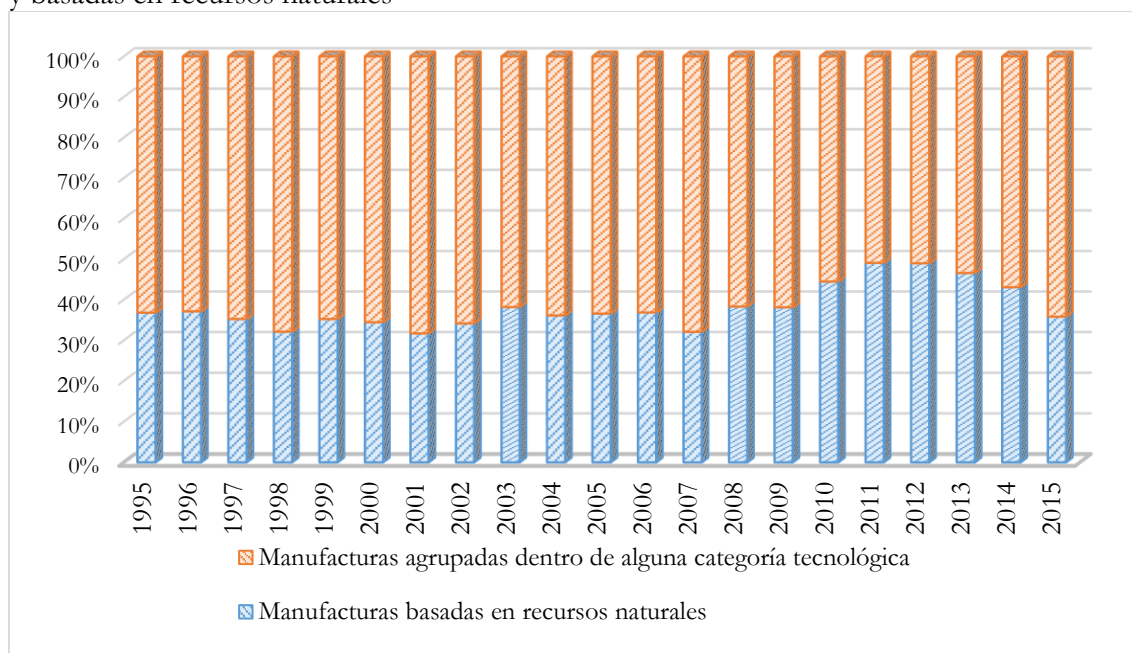
¹⁸⁰ Incluye los siguientes países: Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador, Perú.

¹⁸¹ Dichos porcentajes se calculan tomando como referencia el grupo de manufacturas clasificadas en alguna de las categorías tecnológicas (véase Lall, 2000).

¹⁸² Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional.

Esta situación se ha agravado en el subperiodo 2008 - 2015, donde dos productos (petróleos crudos y carbón) alcanzaron, en promedio, el 52% del total de exportaciones¹⁸³.

Gráfico 4.8. Clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas y basadas en recursos naturales



Nota: la clasificación de las exportaciones de manufacturas está basada en Lall (2000).

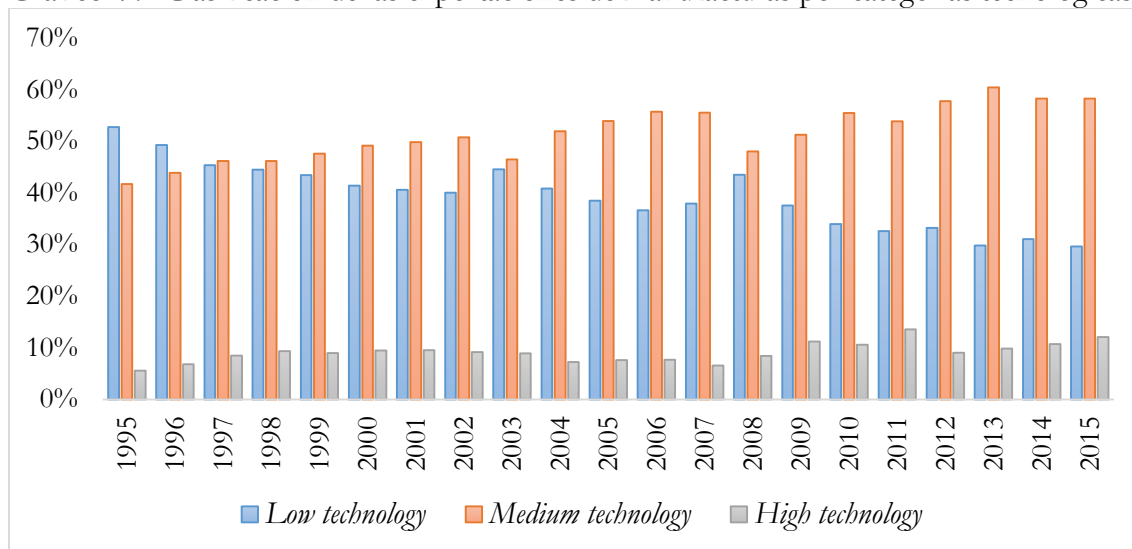
Fuente: elaboración propia con información de la UNCTAD

El incremento de la concentración de las exportaciones colombianas en los años de referencia de esta investigación también se puede observar en el índice presentado por la UNCTAD¹⁸⁴, que se detalla en el Cuadro 4.3. Como se puede observar, en el subperiodo 1995 – 2015, las exportaciones colombianas tendieron a concentrarse cada vez en menos productos; especialmente entre los años 2010 al 2014. Al finalizar el periodo (año 2015) se obtuvo un dato de 0,354 que es superior al valor reportado en 1995, que fue de 0,243; lo que implicó un incremento del 45%. En contraste, en términos de diversificación, el índice no muestra modificaciones importantes; algo que tampoco es positivo.

¹⁸³ En el mismo subperiodo, un solo producto, que es el petróleo (crudo), representó, en promedio, el 38% del total de exportaciones anuales.

¹⁸⁴ El índice de concentración de las exportaciones por producto, también conocido como el índice Herfindahl-Hirschmann, calculado por la UNCTAD, muestra si las exportaciones de un país están concentradas en pocos productos, o, por el contrario, se encuentran distribuidas de una manera más homogénea entre una serie de productos. El índice de concentración (H_j) se calcula así: $H_j = \sqrt{\sum (\frac{X_j}{X_t})^2}$. De donde: X_j = Exportaciones del producto j ; X_t = exportaciones totales del país.

Gráfico 4.9. Clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas



Nota: la clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas está basada en Lall (2000).

Fuente: elaboración propia con información de la UNCTAD

Cuadro 4.3. Índices de concentración y diversificación de las exportaciones colombianas. Periodo 1995 - 2015

Índice	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Índice de																					
Concentración de productos	0,243	0,263	0,267	0,249	0,290	0,295	0,213	0,217	0,207	0,196	0,210	0,206	0,200	0,252	0,268	0,341	0,405	0,435	0,458	0,459	0,354
Índice de																					
Diversificación de productos	0,647	0,651	0,630	0,657	0,662	0,638	0,587	0,603	0,624	0,603	0,583	0,574	0,557	0,561	0,599	0,641	0,647	0,640	0,639	0,659	0,658

ND: información no disponible

Fuente: UNCTAD

El análisis de la concentración de las exportaciones también se puede realizar en términos de países, ya que estos representan la demanda externa. Al respecto, hay que tener en cuenta que las exportaciones no solamente dependen de los precios sino también del contexto económico de los principales socios comerciales. Para el caso colombiano, el destino más importante ha sido, sin lugar a dudas, Estados Unidos¹⁸⁵. Las ventas hacia este país representaron, en promedio, el 38% del total entre 1994 y 2015¹⁸⁶. Y aunque existen otras economías que actúan como destinos de las exportaciones colombianas, están muy lejos del caso citado¹⁸⁷. En estos términos, también se podría hablar de una concentración bilateral de las exportaciones.

Para determinar la influencia de algunas de las variables relacionadas en este subapartado sobre la dinámica de las exportaciones, se calcularon los coeficientes de correlación parciales.

¹⁸⁵ Este país también es el principal origen en términos de importaciones. De acuerdo con la información suministrada por el DANE, en el subperiodo 1995 – 2015, en promedio, el 30% de las importaciones anuales procedieron de Estados Unidos.

¹⁸⁶ La información fue tomada del DANE.

¹⁸⁷ Dentro de estos países se puede contar con algunos que están ubicados en zonas de frontera de Colombia, como es el caso de Venezuela y Ecuador.

A partir de la información presentada en el Cuadro 4.4, es claro que la dinámica de las exportaciones colombianas a lo largo del periodo estudiado estuvo ligada, fundamentalmente, a los términos de intercambio. El resultado que se acaba de describir es muy importante para el análisis de la VM. Incorporando otras variables que pueden influir en la senda de las exportaciones, se puede ver una relación positiva con el tipo de cambio nominal. No obstante, esta resulta inferior a la observada respecto a los términos de intercambio. En el caso de la tasa de crecimiento económico, tanto del PIB de Estados Unidos como del PIB mundial, contrario a lo que se podría esperar, muestran una relación negativa. Y, por último, aunque el crecimiento de las exportaciones debería mejorar tanto el saldo de la cuenta corriente como el de la balanza comercial, esto no es lo que viene sucediendo en Colombia. En este país, durante los periodos de auge exportador también se profundizó el déficit comercial y el de la cuenta corriente (véase Cuadro 4.3). Las razones que explican este fenómeno se abordaran más adelante.

Cuadro 4.4. Coeficientes de correlación parciales de las exportaciones según principales determinantes. Periodo 1987 - 2015

Variable	Transformación	Exportaciones (dólares corrientes)		
		Niveles	Ciclo (filtro HP)	Tendencia (filtro HP)
Índice de términos de intercambio	Nivel	0.938643*	0.405528*	0.872516*
	Ciclo (filtro HP)	0.394801*	0.886881*	0.133430
	Tendencia (filtro HP)	0.927003*	0.076297	0.967403*
Tipo de cambio nominal	Nivel	0.478762*	-0.302069	0.610966*
	Ciclo (filtro HP)	-0.284438	-0.749810*	-0.059988
	Tendencia (filtro HP)	0.631346*	-0.083951	0.703176*
Tipo de cambio real efectivo	Nivel	-0.736109*	-0.420555*	-0.650820*
	Ciclo (filtro HP)	-0.197793	-0.532250*	-0.038178
	Tendencia (filtro HP)	-0.927349*	-0.115048	-0.955139*
Saldo de la balanza comercial (dólares corrientes)	Nivel	-0.370943*	0.469703*	-0.530497*
	Ciclo (filtro HP)	0.203194	0.686299*	-0.006269
	Tendencia (filtro HP)	-0.777902	0.066622	-0.854402
Saldo de la cuenta corriente (dólares corrientes)	Nivel	-0.809713*	-0.059157	-0.896681*
	Ciclo (filtro HP)	-0.059157	0.009441	-0.066401
	Tendencia (filtro HP)	-0.896681*	-0.029596	-0.950173*
Tasa de crecimiento económico de Estados Unidos (términos constantes)	Nivel	-0.389932*	-0.002499	-0.416575
	Ciclo (filtro HP)	0.047316	0.047722	0.035088
	Tendencia (filtro HP)	-0.873493*	-0.085830	-0.907017*
Tasa de crecimiento económico mundial (términos constantes)	Nivel	-0.109727	0.057446	-0.136184
	Ciclo (filtro HP)	0.019960	0.094555	-0.009465
	Tendencia (filtro HP)	-0.820991*	-0.211271	-0.809917*

*Significativo al 5%.

Fuente: elaboración propia

4.1.2. Importaciones

Una vez se presentó el análisis de la dinámica y composición de las exportaciones, en este subapartado se estudia el comportamiento de las importaciones. Dado los objetivos esbozados al inicio de este capítulo, el estudio de esta variable se desarrolla buscando encontrar aquellos elementos relacionados con la VM.

Desde el punto de vista teórico, la estructura que adoptan las importaciones es un reflejo del patrón de especialización productiva de un país, puesto que aquellas economías que se

especializan en la exportación de bienes primarios, como Colombia, terminan importando bienes de mayor contenido agregado, que estarían constituidos por manufacturas y servicios (véase Prebisch, 1949). Como resultado, en el caso de las economías en desarrollo como la colombiana, sobresale el comercio de carácter interindustrial, basado en la explotación de recursos naturales, y, por tanto, poco dinámico, en perjuicio de las transacciones intraindustriales, propias del sector manufacturero, las cuales ocupan la mayor parte del comercio mundial en la actualidad (véase CEPAL, 2002; Kosacoff *et al.*, 2007; OMC, 2013). Así entonces, a partir de las diferencias entre la composición de las exportaciones y la de las importaciones, y las características de los mercados a los que se enfrentan dichos países, se puede empezar a entender los orígenes del desequilibrio externo (Prebisch, 1949; Cimoli, 2005).

Frente a la evolución de las importaciones, en el marco teórico se mencionó que estas siguen un patrón procíclico, puesto que su ritmo de crecimiento se acelera durante las fases de bonanza económica; lo que termina causando un exceso de gasto en la economía que posteriormente se tiene que corregir (Ffrench-Davis, 1996). La razón está en que, al relajarse la restricción externa¹⁸⁸, la demanda agregada tiende a expandirse rápidamente por la vía del gasto (fundamentalmente privado). Como consecuencia, los periodos alcistas de la economía se vuelven intensivos en importaciones (Ffrench-Davis, 2010), generando un desequilibrio en el saldo de la cuenta corriente (Ffrench-Davis, 1996; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Ocampo, 2002); que es posible financiarlo mientras haya disponibilidad de ahorro externo y/o los términos de intercambio sean favorables y/o se mantenga un flujo positivo de transferencias corrientes¹⁸⁹.

El hecho de que haya un desajuste externo en los periodos de auge de la economía tiene consecuencias en términos de la VM, puesto que al agotarse la fase creciente del ciclo económico es necesario reducir el exceso de gasto (ajustes recesivos) (Ffrench-Davis, 2010). Bajo un tipo de cambio flexible, libertad en el movimiento de capitales y en ausencia de una política comercial activa, la variable que permite dicho ajuste es el tipo de cambio (véase Villar y Esguerra, 2005). En este escenario, cuando el saldo de la cuenta corriente ha alcanzado un déficit muy elevado, que ya no es posible seguirlo financiando, necesariamente se va a presentar una depreciación de la moneda.

Bajo los argumentos expuestos, la presentación de la información en este subapartado se realiza siguiendo los mismos elementos metodológicos utilizados para el análisis de las exportaciones (véase apartado 4.1.1). Así, en la primera parte se describe la importancia de las importaciones en términos macroeconómicos, y en la segunda parte se realiza una caracterización de las mismas.

A. Evolución de las importaciones: periodo 1990 – 2015

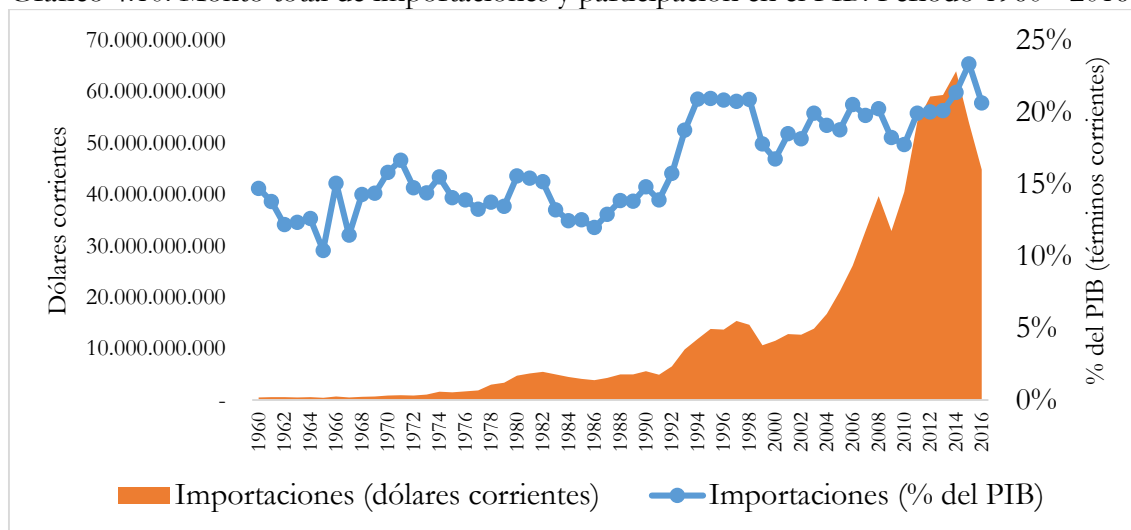
Bajo el contexto de la apertura económica de principios de los 90, mientras en el caso de las exportaciones no se dieron mayores cambios desde el punto de vista de su participación en el PIB, en las importaciones sí ocurrieron. En términos macroeconómicos, mientras en el periodo 1960 – 1989 las importaciones representaron, en promedio (anual), el 13,8% del PIB, en el periodo 1990 – 2016 dicho porcentaje fue del 19,2% (véase Gráfico 4.10). Incluso, entre los años 2006 al 2015, la media anual llegó al 20,2%, con un máximo del 23,4% en el año 2015. En estos términos, dada la diferencia entre la tasa de crecimiento de las exportaciones

¹⁸⁸ Este tema se aborda en el apartado 5.4.

¹⁸⁹ Estos aspectos se amplían en el siguiente apartado.

(que se analizó en el primer subapartado) y la de las importaciones, el efecto sobre la balanza comercial es ineludible.

Gráfico 4.10. Monto total de importaciones y participación en el PIB. Periodo 1960 - 2016



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial

Para observar la dinámica cíclica de las importaciones, se calculó la tasa de crecimiento anual promedio, tomando como referencia los mismos subperiodos que se habían estudiado para el caso de las exportaciones. Como se puede ver en el Cuadro 4.4, efectivamente, las etapas de mayor crecimiento de las importaciones estuvieron ligadas a un comportamiento similar de las exportaciones (véase el epígrafe A del subapartado 4.1.1); al igual que del PIB y los flujos financieros internacionales (véase el apartado 3.4). Así, por ejemplo, en el subperiodo 1993 – 1997, donde se pudieron visualizar los primeros efectos de la apertura económica, que implicó un incremento sustancial de las entradas netas de capital (véase apartado 4.1), las importaciones crecieron a una tasa media anual del 18,74%. En este mismo lapso, las exportaciones crecieron a una tasa promedio del 12,65% anual.

Cuadro 4.5. Tasa de crecimiento anual promedio de las importaciones. Periodo 1990 - 2015

Indicador	Subperiodo						
	1990 – 1992	1993 - 1997	1998 – 2002	2003 - 2008	2009 - 2010	2010 - 2012	2013 - 2015*
Tasa de crecimiento anual (promedio)	9,20%	18,74%	-3,74%	20,89%	-17 %	21,53%	-2,90%

* Este subperiodo no es homogéneo. Mientras en los años 2013 y 2014 se dio un crecimiento de las importaciones, en un 1% y 8% respectivamente, en el año 2015 se presentó una caída significativa de las mismas, que alcanzó el 16% del PIB.

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DANE

Dado que las importaciones tendieron a crecer con mayor fuerza en ciertos subperiodos, esta situación impacta en su nivel de volatilidad; algo que se puede observar en Cuadro 4.5. Al respecto, es interesante ver que la volatilidad de las importaciones se mantuvo sin grandes cambios, prácticamente, a lo largo de todo el periodo, y solamente disminuyó en aquellos años marcados por un crecimiento económico menor, como sucedió en el subperiodo 1998 – 2002, y posteriormente, en el lapso comprendido entre los años 2013 al 2015.

Otro aspecto importante por señalar es que la sensibilidad que mostraron las importaciones ante los cambios en el contexto externo fue menor respecto a lo que sucedió con las exportaciones (véase Cuadro 4.6). Un ejemplo muy claro se muestra en el lapso 2013 - 2015, donde las exportaciones se redujeron prácticamente en un tercio (33,46%), mientras que las importaciones disminuyeron en un porcentaje menor (8,97%). De este modo, se entiende que la respuesta de estas variables ante las fluctuaciones de los términos de intercambio, el PIB (doméstico), el tipo de cambio, y la demanda externa, es diferente; algo que había advertido en su momento Prebisch (1949), quien enfatizaba en la diferencia de la elasticidad ingreso entre las exportaciones y las importaciones de los países en desarrollo¹⁹⁰. Precisamente, la discrepancia de la elasticidades¹⁹¹ (ingreso, al tipo de cambio o a los términos de intercambio) es un elemento trascendental para entender el comportamiento del déficit de la balanza comercial, como se verá más adelante.

Cuadro 4.6. Volatilidad de las importaciones. Periodo 1990 - 2015

Indicador	Subperiodo							1990 – 2015
	1990 – 1992	1993 – 1997	1998 - 2002	2003 - 2008	2009	2010- 2012	2013 – 2015	
Coefficiente de variación (monto nominal de importaciones)	12%	15%	11%	36%	NA	15%	7%	73,5%
Desviación estándar de las variaciones interanuales	18%	17%	14%	6%	NA	10%	10%	17,4%

NA: no aplica

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el Banco Mundial

B. Características de las importaciones

Las importaciones que realizó Colombia durante el periodo de tiempo de referencia de esta investigación estuvieron constituidas, fundamentalmente, por bienes, que en el subperiodo 1994 – 2015 representaron, en promedio, el 80% del total¹⁹². Con base en esta información, el análisis de esta variable se emprende por esta categoría, dejando de lado el estudio de los servicios (no factoriales), que será retomado cuando se aborde el examen de la balanza comercial.

A diferencia de las exportaciones, como se esperaba, el sector que mayor participación tiene en las importaciones es la industria (por clasificación CIIU), que en el subperiodo 1994 – 2016 representó el 94% del total. Inicialmente, este aspecto es positivo, ya que posibilita que, en los periodos de apreciación de la moneda, que ha sido la constante en la economía

¹⁹⁰ Estos aspectos fueron desarrollados en el apartado 1.2 y el segundo capítulo de esta Tesis. En términos cuantitativos, el análisis se aborda en el apartado 4.4.

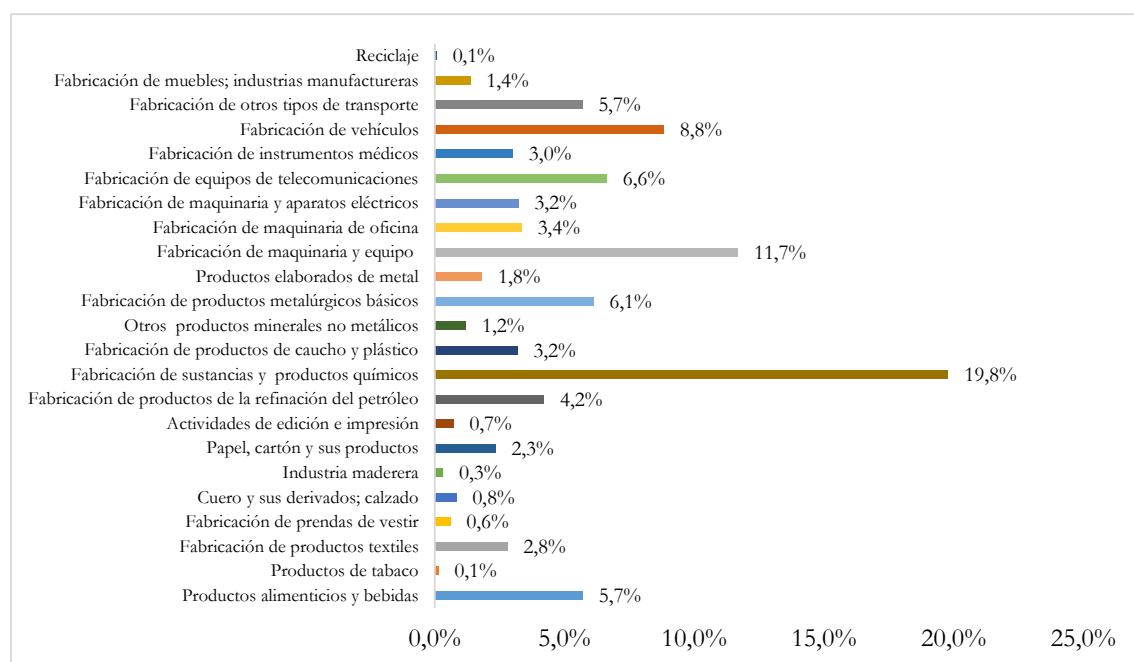
¹⁹¹ Hay una literatura muy extensa que evalúa la sensibilidad de la balanza comercial ante las fluctuaciones en variables como el tipo de cambio o los términos de intercambio; cuyos planteamientos se condensaron en la llamada condición Marshall-Lerner, la curva J y, ulteriormente, la curva S. Sobre este tema véase, por ejemplo: Houthakker y Magee (1969), Bahmani-Oskooee *et al.* (1987), Moffett (1989), Hooper y Mann (1989), Bahmani-Oskooee y Ratha (2004), Bahmani-Oskooee *et al.* (2008).

¹⁹² Información obtenida a partir de varias series de Balanza de pagos (disponibles en la web del Banco de la República).

colombiana durante el periodo de tiempo estudiado, las empresas puedan adquirir bienes de capital e insumos, y de esta manera fortalecer su capacidad productiva (véase Ocampo, 2011).

Siguiendo la clasificación CIIU, en el subperiodo 1994 – 2016, las importaciones realizadas dentro del sector industrial corresponden, en general, a bienes de capital y a algunos bienes intermedios tales como: fabricación de sustancias y productos químicos, fabricación de maquinaria y equipo, fabricación de vehículos, fabricación de equipos de telecomunicaciones, y fabricación de equipos metalúrgicos básicos (véase Gráfico 4.11). En este caso, a diferencia de las exportaciones, no hay una concentración tan elevada. No obstante, los tipos de bienes que se citaron, que son los más importantes en términos de participación, representan más de la mitad de las importaciones que realizó Colombia para el periodo en mención. Este fenómeno también se observa en el índice de concentración de productos suministrado por la UNCTAD, donde se muestra que hay una tendencia a que las importaciones se aglutinen en un grupo de bienes cada vez menor. De hecho, este índice se ubicó en el año 1994 en 0,065 y terminó en el 2015 en una cifra de 0,092¹⁹³.

Gráfico 4.11. Importaciones según clasificación CIIU – sector industrial (participación media anual). Periodo 1994 – 2016



Fuente: elaboración propia con información del DANE

La información descrita hasta el momento, aunque es útil dada la importancia que tiene el sector industrial, desde una perspectiva teórica, resulta insuficiente para los propósitos de esta investigación. Por esta razón, se procedió al análisis de las importaciones de acuerdo a su clasificación por uso y destino económico (CUODE), donde se busca mostrar, antes que el tipo de bienes, el uso que se les da a los mismos.

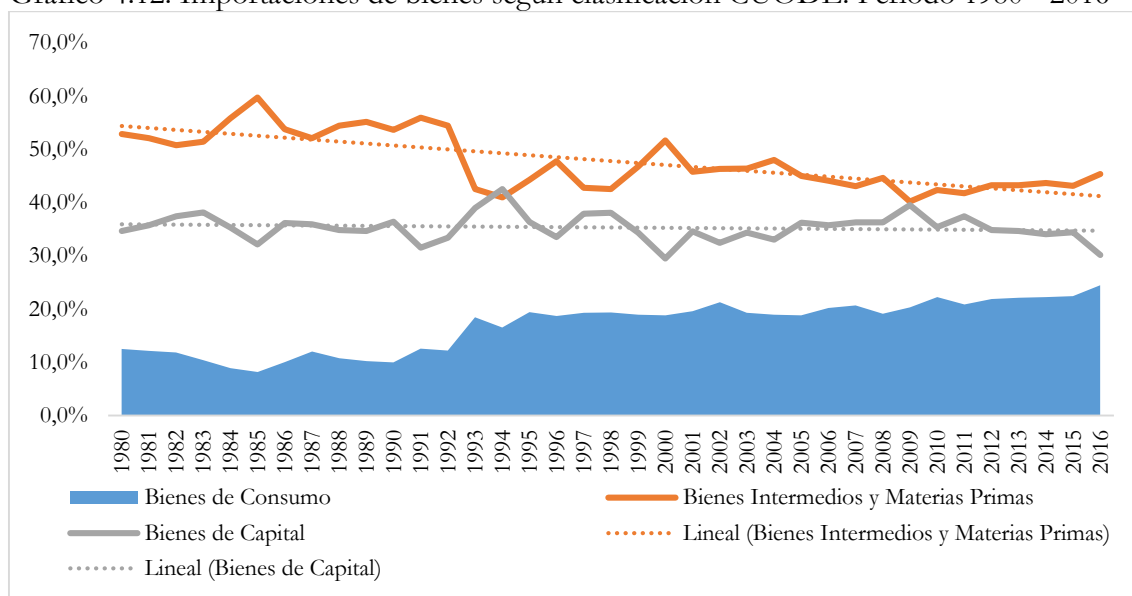
El Gráfico 4.12 muestra una tendencia muy clara desde el año 1980: el peso de los bienes de consumo dentro del total de importaciones se ha incrementado, pasando del 12,5% al inicio el periodo, hasta llegar al 24,5% en el año 2016, lo que implica que la relación prácticamente

¹⁹³ Datos obtenidos desde la web de la UNCTAD. Se encuentran disponibles en el siguiente enlace: <http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx>

se duplicó. Este quiebre dentro de la estructura que había primado en la economía colombiana se dio, precisamente, en el año 1993¹⁹⁴, cuando se tomaron la mayor parte de las medidas que aceleraron la apertura comercial en este país.

Así entonces, el crecimiento acelerado de las importaciones durante el periodo de tiempo estudiado ha estado ligado, fundamentalmente, a los bienes de consumo. Por el contrario, la participación de los bienes de capital se ha mantenido constante, con una media anual a lo largo del periodo del 35%. En el caso de los bienes intermedios y las materias primas, su peso se ha reducido, pasando del 53,8% en la década de los 80, al 47,2% en los 90, el 45,5% en los 2000, hasta llegar a un promedio del 42,9% entre los años 2010 y 2016.

Gráfico 4.12. Importaciones de bienes según clasificación CUODE. Periodo 1980 - 2016



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

El mayor peso de las importaciones dentro de los gastos de consumo también se observa en la estructura de la demanda agregada. A partir de la información obtenida de las cuentas nacionales¹⁹⁵, se constató que dicha ratio se ha incrementado (tanto en términos constantes como en corrientes). En precios constantes, mientras en 1990 las importaciones representaban el 14,2% del consumo final, en 2015 este porcentaje fue del 34,2%. En términos nominales los porcentajes fueron del 21,2% y 28,7% respectivamente.

El incremento de la participación de las importaciones en el PIB implica, para efectos de la VM, que el consumo se vuelve más volátil, y por ende la demanda agregada; especialmente por su conexión con variables como el tipo de cambio y los flujos internacionales de capital. De esta manera, se cuestiona aquella posición que señalaba que la mayor apertura económica ayudaría a las economías en desarrollo a suavizar el consumo (véase Calvo *et al.*, 1996; OMC, 2003); aspecto que ha sido criticado por autores como Rodrik (1998) y Prasad *et al.* (2005). En el caso colombiano, como se ha visto, esto no es cierto ni desde el punto de vista de las importaciones ni desde las exportaciones; ya que dichas variables terminan actuando de manera procíclica.

¹⁹⁴ La participación de los bienes de consumo en el total pasó del 12,2% en 1992 al 18,5% en 1993.

¹⁹⁵ La información fue obtenida del DANE.

Respecto al crecimiento acelerado de las importaciones de bienes de consumo dentro del periodo de referencia para esta investigación, en el marco teórico se señaló que había dos consecuencias derivadas de este tipo de comportamiento por parte de los agentes económicos: la primera tiene que ver con los efectos sobre la industria nacional ante una mayor competencia extranjera (French-Davis, 2015), y la segunda con el impacto sobre la balanza comercial, y por ende sobre el saldo de la cuenta corriente. Un efecto adicional estaría por el lado de la oferta, donde, al crecer el consumo, se reduce la inversión productiva.

Volviendo a la composición de las importaciones, dentro del grupo de bienes intermedios y materias primas, llama la atención la participación que tienen los combustibles y lubricantes, dado que Colombia, como se pudo observar en el apartado 4.1, es un exportador de petróleo. Entre 1990 y 2004 este tipo de bienes representaron, en promedio, el 6% del total de importaciones. Sin embargo, dicho porcentaje fue creciendo hasta llegar a un promedio del 22% entre los años 2011 al 2016¹⁹⁶. En términos de la VM, dicho fenómeno reflejaría el fortalecimiento de una visión extractivista¹⁹⁷ dentro del patrón de inserción comercial de la economía colombiana, ya que se han incrementado las exportaciones de crudos y, a la vez, se fortalecieron las importaciones de los derivados. Esta situación es contraria a lo que cabría esperar de una estrategia planteada en el Neoestructuralismo, donde se ha insistido en un mayor desarrollo productivo a partir de un mejor aprovechamiento de los recursos naturales (véase, por ejemplo, CEPAL, 1990; Ramos, 1998; Bielschowsky, 2009).

Cuadro 4.7. Coeficientes de correlación parciales según principales determinantes de las importaciones. Periodo 1987 - 2015

Variable	Transformación	Importaciones (dólares corrientes)		
		Niveles	Ciclo (filtro HP)	Tendencia (filtro HP)
Índice de términos de intercambio	Nivel	0.872687*	0.315145	0.840761*
	Ciclo (filtro HP)	0.241010	0.731165*	0.097405
	Tendencia (filtro HP)	0.918914*	0.040306	0.946301*
Tipo de cambio nominal	Nivel	0.502647*	-0.321604	0.589539*
	Ciclo (filtro HP)	-0.210780	-0.800501*	-0.051487
	Tendencia (filtro HP)	0.633122*	-0.088636	0.676350*
Tipo de cambio real efectivo	Nivel	-0.738976*	-0.560386*	-0.650520*
	Ciclo (filtro HP)	-0.169105	-0.671015*	-0.035284
	Tendencia (filtro HP)	-0.960105*	-0.191097	-0.957545*
Exportaciones (dólares corrientes)	Nivel	0.978263*	0.341959	0.944842*
	Ciclo (filtro HP)	0.218106	0.870369*	0.044479
	Tendencia (filtro HP)	0.976035*	0.082251	0.996873*
Saldo de la cuenta corriente (dólares corrientes)	Nivel	-0.906444*	-0.253331	-0.888769*
	Ciclo (filtro HP)	-0.184640	-0.444231*	-0.098880
	Tendencia (filtro HP)	-0.518215*	-0.327348	-0.469917*
PIB (tasa de crecimiento real)	Nivel	0.224156	0.177005	0.197291
	Ciclo (filtro HP)	0.037589	0.207575	-0.000869
	Tendencia (filtro HP)	0.597597*	-0.012393	0.618406*

*Significativo al 5%

Fuente: elaboración propia

¹⁹⁶ En el periodo 2011 – 2015, solamente los combustibles representaron, en promedio, el 10% de las importaciones totales (Banco Mundial - <https://datos.bancomundial.org/indicador/TM.VAL.FUEL.ZS.UN>)

¹⁹⁷ El extractivismo es un planteamiento en el cual se critica la inserción comercial de varios países, especialmente de América Latina, cuyas exportaciones siguen basadas en la explotación intensiva de recursos renovables y no renovables, con un grado de procesamiento o transformación mínimo o nulo (véase Gudynas, 2009; Acosta, 2011).

Con relación a los determinantes de las importaciones, esta variable ha respondido mayoritariamente a las fluctuaciones de la restricción externa; que a su vez se explican por el comportamiento de las exportaciones, los flujos de capital y las transferencias corrientes. Dicho fenómeno se refleja en los coeficientes de correlación parciales que se muestran en el Cuadro 4.7.

4.1.3. Balanza comercial

Una vez se abordó el análisis tanto de las importaciones como de las exportaciones por separado, se emprende el estudio conjunto de estas dos variables. De manera general, como se advirtió en los dos subapartados anteriores, dado que las importaciones crecieron más rápido que las exportaciones, además de que el monto nominal de las primeras fue superior en la mayoría de los años, el resultado global es una balanza comercial deficitaria (ver Gráfico 4.13).

El déficit acumulado de la balanza comercial de la economía colombiana en el periodo 1990 – 2015 ascendió a 69.792 millones de dólares (corrientes). Dentro de este lapso, se cuenta que solamente en cuatro años, de los veintiséis que comprende esta investigación, Colombia logró un superávit comercial (1991, 1999, 2000 y 2011). Además, este objetivo ni siquiera se alcanzó en un periodo con unos términos de intercambio muy favorables, como sucedió desde mediados de la década de los 2000.

Hay dos factores que permiten entender el déficit de la balanza comercial colombiana. En primer lugar, el crecimiento acelerado de las importaciones durante las etapas de auge de la economía, que además fue superior al ritmo de expansión de las exportaciones. Y, en segundo lugar, el comportamiento de los servicios, que en el periodo de investigación estudiado mostraron un saldo negativo para todos los años. Esta situación resulta muy evidente si se toma el déficit acumulado de la sub-balanza de servicios, que en el periodo 1990 – 2015 ascendió a 72.897 millones de dólares¹⁹⁸. En el caso de los bienes, a pesar de que el saldo global fue positivo, solamente en aquellos años donde se dio un crecimiento significativo de las exportaciones beneficiadas por unos términos de intercambio muy favorables se logró un superávit importante (véase Gráfico 4.13).

En términos del PIB (dólares corrientes), el déficit de la balanza comercial en el lapso 1990 - 2015 alcanzó, en promedio, el 2,58% anual¹⁹⁹. Empero, vale advertir que esta dinámica se empezó a presentar desde el año 1993, ya que en los años anteriores Colombia había obtenido un superávit²⁰⁰. Así, en el subperiodo 1993 – 2015, el déficit comercial anual promedio fue del 3,4% del PIB.

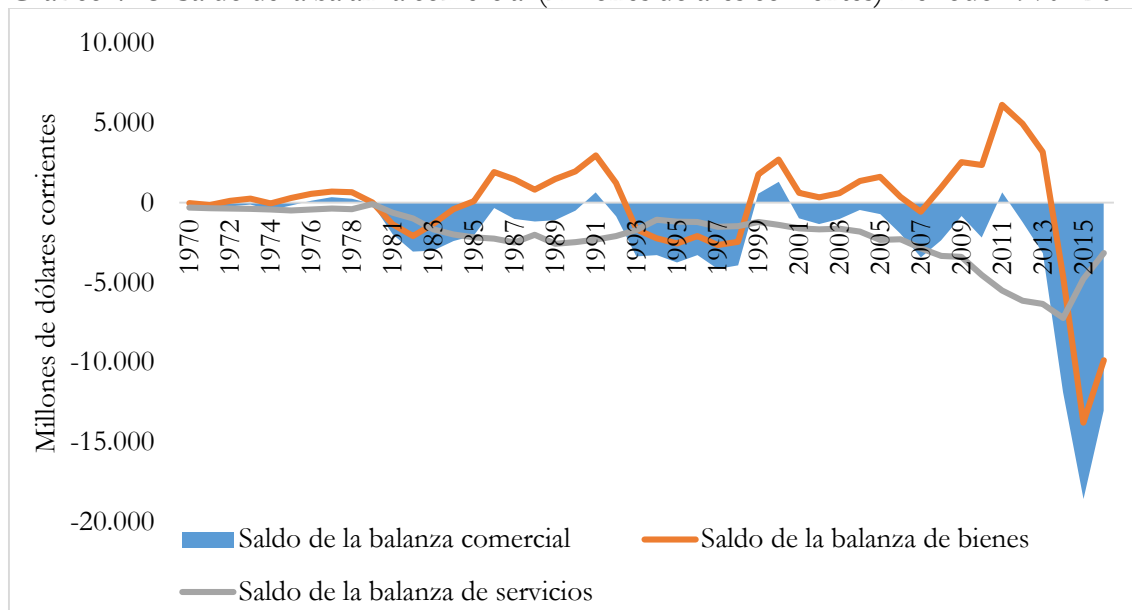
Frente al comportamiento del déficit de la balanza comercial, hay distintas fases dentro del periodo en mención. Así pues, en el lapso 1993 – 1998, justo antes de la crisis colombiana de fin de siglo, el déficit promedio anual fue del 5,35% del PIB. Posteriormente, entre los años 2001 al 2013, el déficit alcanzó, en promedio, el 2,48% del PIB. Y ya en el cierre del periodo, entre los años 2014 y 2015, el saldo deficitario se ubicó, en promedio, en el 6,78% del PIB.

¹⁹⁸ En el mismo periodo, el saldo global de la balanza de bienes fue positivo, alcanzando un monto de 3.103 millones de dólares.

¹⁹⁹ Datos obtenidos del Banco Mundial. Disponibles en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NE.RSB.GNFS.ZS>

²⁰⁰ Entre 1987 y 1992, Colombia alcanzó un superávit de la balanza comercial, que en promedio representó el 4,23% del PIB.

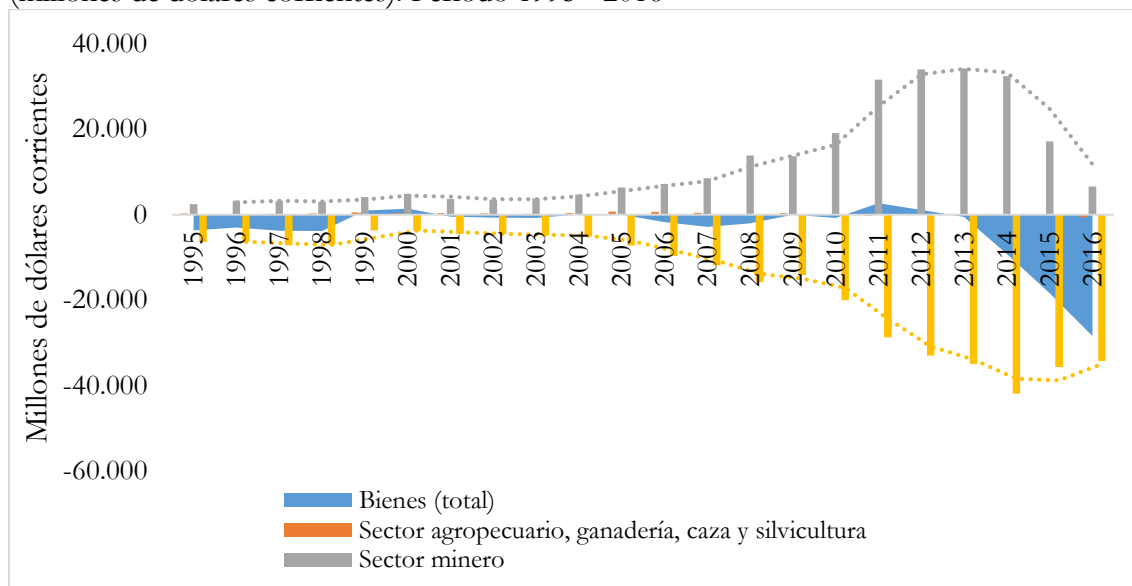
Gráfico 4.13. Saldo de la balanza comercial (millones dólares corrientes). Periodo 1970 - 2016



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DANE

Dado que el saldo positivo de la balanza de bienes no alcanzó a financiar el desajuste en los servicios, necesariamente se generó un déficit, que tuvo que financiarse, como se advirtió en el capítulo anterior, con las entradas de capital por la vía de la cuenta financiera, además de las transferencias unilaterales que hacen parte de la cuenta corriente.

Gráfico 4.14. Saldo de la balanza comercial de bienes por sectores según clasificación CHU (millones de dólares corrientes). Periodo 1995 - 2016



Fuente: elaboración propia con información del DANE.

Si se descompone el saldo de la balanza comercial por sectores (ver Gráfico 4.14), se puede dar cuenta que los valores positivos siempre han estado en la minería y, por el contrario, el déficit estuvo en la industria²⁰¹. Así las cosas, el patrón de especialización productiva no ha

²⁰¹ El sector agropecuario también generó un superávit global, que en el periodo 1995 – 2015 ascendió a 4.762 millones de dólares. No obstante, en el lapso global, este monto no resulta significativo.

cambiado en el sentido de la posición que ocupa cada sector en el comercio exterior. Sobre el comportamiento conjunto, es muy interesante ver que en la medida que se amplió el superávit de un sector (minería), se dio la posibilidad de aumentar el déficit en otro (industria). En consecuencia, la dinámica de las importaciones depende, nuevamente, de la restricción externa (Thirlwall, 1979, 2011).

4.2. LA CUENTA CORRIENTE Y SU DINÁMICA EN EL PERIODO 1990 – 2015

En el capítulo anterior se hizo una breve mención al resultado de la cuenta corriente, donde se pudo destacar los desequilibrios que habían surgido dentro del periodo analizado y su relación con los ciclos de financiamiento externo. Dada la importancia de la dinámica de la cuenta corriente en términos de la VM, en este apartado se trata de ahondar el análisis a partir de cada uno de sus componentes. Sobre este aspecto, ya existe una referencia muy amplia sobre la balanza comercial, que se trató en el apartado 4.1. En consecuencia, se profundizará en los componentes restantes, que son: las rentas factoriales (ingreso primario) y las transferencias unilaterales (ingreso secundario).

Desde el punto de vista conceptual, la cuenta corriente muestra el resultado neto de las transacciones reales que hace un país con el resto del mundo. En otras palabras, el saldo de la cuenta corriente es una medida que muestra el endeudamiento o préstamo neto de la economía, que también se interpreta como la brecha entre el ahorro y la inversión ($CC = S - I$). En términos macroeconómicos, el saldo de la cuenta corriente más el saldo de la cuenta de capital representan el ahorro externo de la economía [$SE = -(CC+CK)$].

En el plano contable, el saldo de la cuenta corriente (CC) resulta de la suma de los saldos netos de la balanza comercial (BC), las rentas factoriales (RF) y las transferencias unilaterales (TU).

$$CC = BC + RF + TU$$

Como resultado general para el periodo de referencia de esta investigación, la economía colombiana, excepto en los años 1999 y 2000, arrojó un saldo deficitario en la cuenta corriente. Como es lógico, dicho déficit fue financiado a través de las entradas de capital, que en el caso de estudio estuvieron constituidas, fundamentalmente, por IED e IC (véase apartado 3.1). Conocidas las fuentes de financiamiento, el propósito de este apartado es explicar las razones por las cuales se han presentado los desajustes dentro de esta sub-balanza y las implicaciones que dicho fenómeno tiene sobre la VM de la economía colombiana.

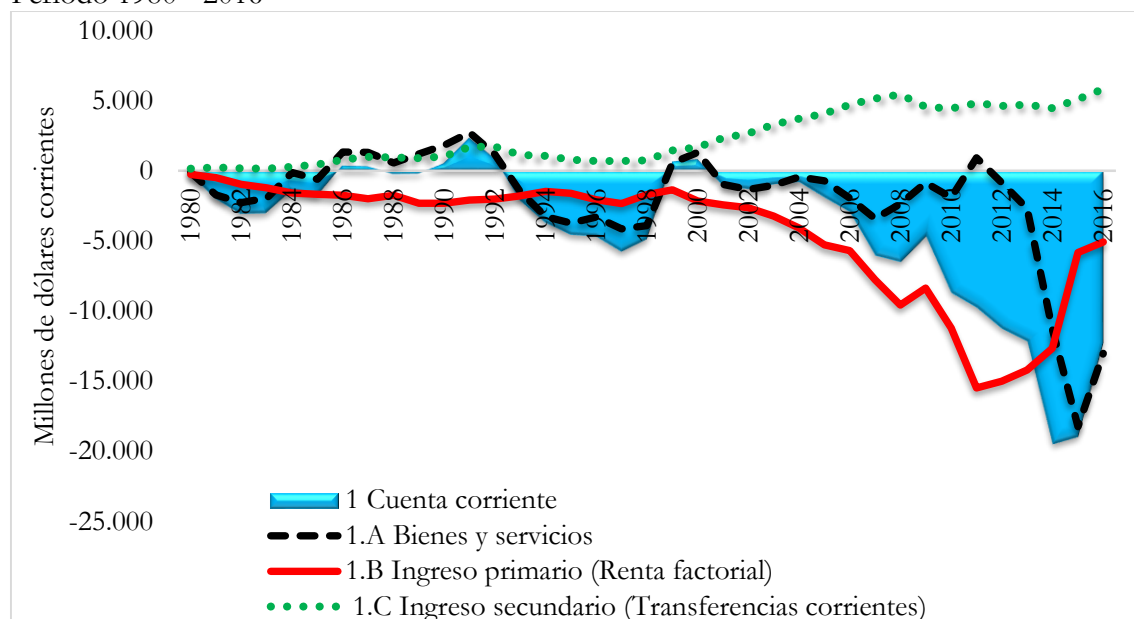
4.2.1. La cuenta corriente y sus componentes: periodo 1990 – 2015

En términos generales, la dinámica de la cuenta corriente en el periodo de referencia de esta investigación se explica por dos factores: la persistencia del saldo deficitario de las rentas factoriales, algo que no ha cambiado con la apertura pero que sí tendió a incrementarse desde mediados de la década de los 2000, y el déficit de la balanza comercial (véase Gráfico 4.15 y Cuadro 4.7). Ahora bien, el desajuste no ha sido mayor por la dinámica de las transferencias unilaterales, que mostraron un incremento muy significativo, especialmente desde finales de los 90.

En términos nominales (dólares corrientes), la mayor parte del déficit de la cuenta corriente se acumuló en el lapso 2008 – 2016, que equivale al 75% del total del periodo estudiado. A

la vez, el componente que más contribuyó en dicho resultado fueron las rentas factoriales, que explican el 70% del monto total de este lapso de tiempo.

Gráfico 4.15. Saldo de la cuenta corriente y sus componentes (millones de dólares corrientes). Periodo 1980 - 2016



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL y el Banco de la República

La situación que se acaba de describir tiene unas implicaciones muy importantes porque se puede ver la relación que existe entre las entradas de capital extranjero, principalmente por la vía de la IED, que fue la principal fuente de financiamiento externo de la economía colombiana en el periodo 1990 – 2015, y el deterioro del saldo de la cuenta corriente. Así las cosas, dentro del periodo de referencia, el superávit de la cuenta financiera terminaría “financiando” las rentas de la inversión.

Sobre el saldo de las rentas factoriales, hay que tener en cuenta los cambios que se dieron en el lapso 2014 – 2016, donde, a la vez que el déficit de este rubro se redujo, el de la balanza comercial se incrementó (véase Cuadro 4.8). La explicación de este fenómeno está en la disminución de los precios de aquellos bienes (de exportación) hacia donde más se habían canalizado los recursos de IED, especialmente desde mediados de los 2000 (véase el apartado 3.1), y el consecuente efecto sobre los beneficios de las empresas. Además, hay que contemplar los efectos de la depreciación de la moneda que se dieron desde mediados de 2014, que hicieron que este tipo de rentas cayeran de una manera estrepitosa. Paradójicamente, este fenómeno resultó favorable en términos de la menor presión hacia la cuenta corriente, convirtiéndose de esta manera en un factor de carácter contracíclico. No obstante, como lo advierte la CEPAL (2017), el problema estaría en los efectos sobre la inversión, dado que se reduce la rentabilidad²⁰², y, por tanto, se afecta las expectativas de los agentes económicos.

²⁰² La rentabilidad de la IED se ha venido reduciendo en América Latina en los últimos años, especialmente desde el año 2013, debido a la disminución de los precios de los principales productos de exportación. En paralelo, el *stock* de IED ha tendido a incrementarse porque es acumulativo; a pesar de los montos repatriados por parte de las empresas (CEPAL, 2017).

Cuadro 4.8. Déficit acumulado de la cuenta corriente por componentes (cifras en millones dólares corrientes). Periodo 1990 – 2016

Concepto	1990 - 1999	2000 - 2007	2008 - 2013	2014 – 2016	1990 – 2016
1 Cuenta corriente	- 21.085	- 14.048	- 52.832	- 50.634	- 138.599
1.A Bienes y servicios	- 13.480	- 8.496	- 7.684	- 42.539	- 72.199
1.B Ingreso primario (Renta factorial)	- 18.693	- 33.217	- 73.791	- 23.532	- 149.233
1.B.1 Remuneración de empleados	- 256	93	13	106	281
1.B.2 Renta de la inversión	- 18.437	- 33.310	- 73.778	- 18.353	- 143.878
1.C Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	11.088	27.665	28.643	15.438	82.833

Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL y el Banco de la República

Para el caso colombiano, la rentabilidad de la IED²⁰³ ha sido cíclica²⁰⁴, pasando de una media del 12,4% entre 1990 y 1999, al 9,1% entre 2000 y 2010, y un promedio del 10,3% entre 2011 y 2015; cerrando el periodo con un 3,8% (año 2015), lo que representa el punto mínimo de la serie.

La dinámica de los componentes de la cuenta corriente también se puede observar de acuerdo a su participación dentro del PIB. Como se puede ver en el Gráfico 4.16, hay una tendencia muy clara en los periodos de auge de la economía al deterioro del saldo de la cuenta corriente, bien sea por el incremento del déficit de la balanza comercial y/o por el de las rentas factoriales. Esta situación se pudo observar durante la década de los 90 y, ulteriormente, desde mediados de la década de los 2000²⁰⁵.

Entre los años 1994 a 1998, el déficit de la cuenta corriente alcanzó niveles superiores al 5% del PIB, y lo mismo que ocurrió en los años 2014 y 2015²⁰⁶. Dicho resultado se explica, en primer lugar, por el déficit reportado en la balanza comercial. Y, en segundo lugar, por el comportamiento de las rentas de la inversión directa, que desde los primeros años de la década de los 2000 entraron a reemplazar el papel que habían ocupado los intereses derivados de los pasivos de OI; generando una presión adicional sobre el saldo de la cuenta corriente. En contraste, a diferencia de las décadas previas, el saldo neto por concepto de transferencias unilaterales fue creciente, contribuyendo a financiar el desajuste de los otros componentes de la cuenta corriente.

²⁰³ Esta se calculó como el cociente entre el saldo neto de la renta de la IED (en dólares corrientes) y el *stock* o acervo de la IED entrante (en dólares corrientes). Los datos fueron tomados de la CEPAL y de la UNCTAD, respectivamente.

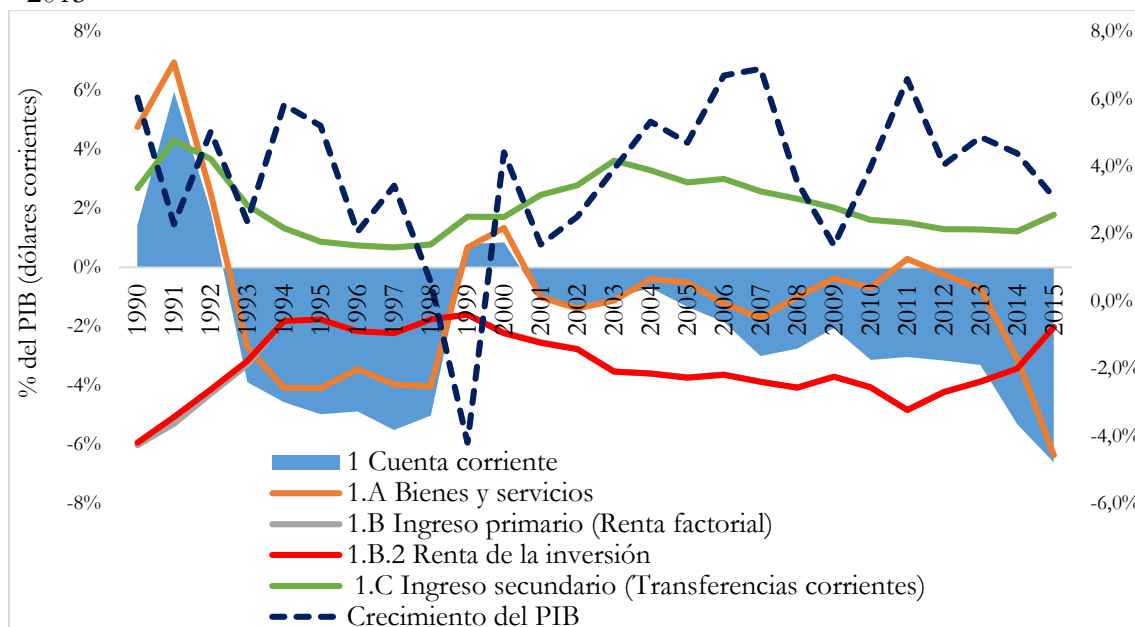
²⁰⁴ El ciclo iniciaría en 1994 (9,6%), con un punto mínimo en 1999 (-2,1%), un punto máximo en el año 2011 (15,3%) y un 3,8% en 2015, al cierre del periodo.

²⁰⁵ La trayectoria que toman las rentas factoriales (% del PIB) en el periodo 1990 – 1994 muestra una reducción de la participación de este componente. En realidad, no es así. Lo que sucede es que el PIB, expresado en dólares corrientes, se incrementó significativamente en este lapso, lo cual se explica por el comportamiento del tipo de cambio. En estos términos, más que disminuir las rentas de la inversión, lo que pasó es que el PIB aumentó a un ritmo mayor, afectando de esta manera el cociente.

²⁰⁶ En la historia de Colombia, esta situación solamente se había presentado entre 1982 y 1987, en el marco de la crisis de la deuda latinoamericana, y en 1922 (Villar y Esguerra, 2005)

Como se puede observar en el Gráfico 4.16, el crecimiento del PIB a lo largo del periodo 1990 – 2015 siempre estuvo marcado por la acumulación de desequilibrios en la cuenta corriente, lo cual, como se advirtió en el marco teórico, es un indicador básico de la VM de un país.

Gráfico 4.16. Cuenta corriente por componentes según participación en el PIB. Periodo 1990 - 2015

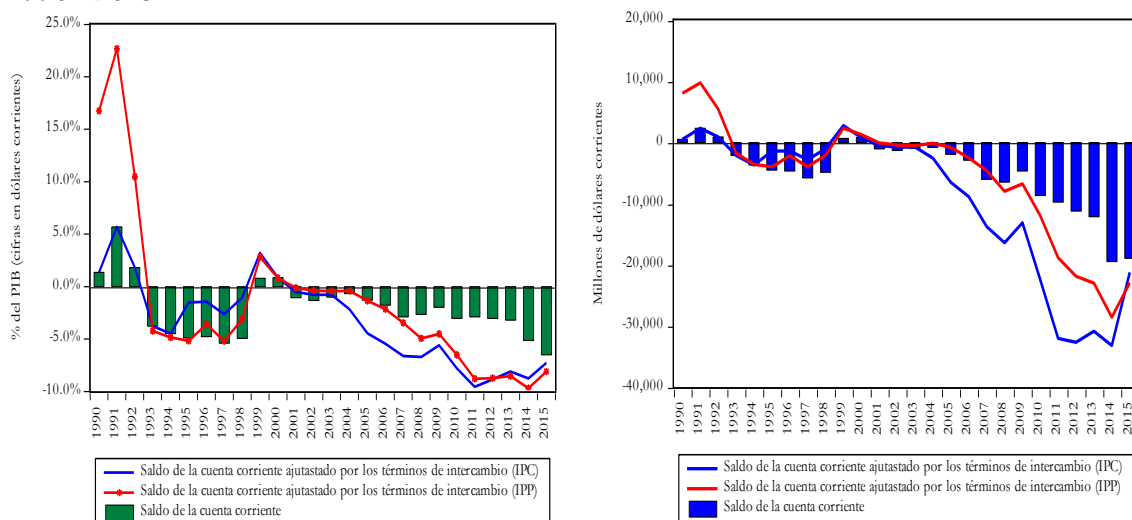


Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, el Banco Mundial y el Banco de la República

Los desajustes del saldo de la cuenta corriente, particularmente desde mediados de la década de los 2000, serían mucho mayores si se descuenta el efecto del incremento de los términos de intercambio²⁰⁷ (véase Gráfico 4.17). Como consecuencia, el exceso de gasto (real) que se observa desde el año 2004 es superior al indicado en la balanza de pagos. Ante esta situación, el desajuste en términos reales es más elevado, al igual que el grado de vulnerabilidad de la economía colombiana. Dicha situación se explica no solamente por la posibilidad de la reversión de los flujos de capital, sino también por la caída de los términos de intercambio; aunque, para el caso de la economía colombiana, como se ha visto, estas dos variables han estado fuertemente asociadas.

²⁰⁷ El saldo de la cuenta corriente ajustado por los términos de intercambio se calculó descontando los montos nominales (en dólares corrientes) de las exportaciones e importaciones de bienes con el índice precios de cada una de las variables, el cual se tomó tanto para el Índice de Precios al Consumidor (IPC) como para el Índice de precios al productor (IPP) (las diferencias entre los dos índices y las ventajas de uno y otro se pueden ver en Garavito *et al.*, 2011). Una vez obtenido el saldo de la balanza comercial ajustado por los términos de intercambio, se calculó el saldo de la cuenta corriente tomando las cifras de la balanza de servicios, las rentas factoriales y el ingreso secundario, tal y como se reportan en la balanza de pagos.

Gráfico 4.17. Déficit de la cuenta corriente ajustado por los términos de intercambio. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales), el Banco de la República, la CEPAL y el Banco Mundial

4.2.2. Los componentes de la cuenta corriente

Una vez descrita la dinámica general de la cuenta corriente, el propósito de este subapartado es hacer una revisión más amplia de cada uno de sus componentes, especialmente de las rentas de la inversión y de las transferencias unilaterales, puesto que el análisis de la balanza comercial se realizó en el primer apartado de este capítulo.

A. Rentas factoriales (ingreso primario)

Conceptualmente, el ingreso primario²⁰⁸ se genera por el pago que se hace por el uso de los factores productivos dentro de un país diferente al de residencia del titular (persona natural o empresa). De acuerdo con el FMI (2009), el ingreso primario se puede clasificar dependiendo si el factor productivo se vincula directamente a la producción o el ingreso se deriva solamente de la propiedad de activos financieros y otros activos no producidos. En el primer caso estarían, por ejemplo, los pagos que se hacen a los trabajadores (no residentes) y a la inversión (directa). En el segundo caso se ubicarían los ingresos que corresponden a los no residentes, y que se derivan de la propiedad sobre algún tipo de activo financiero. Dentro de esta investigación, debido a que las rentas que reciben los trabajadores no resultan significativas en términos de los montos, el análisis se concentra en las rentas derivadas de la inversión.

Las rentas de la inversión se pueden generar por diferentes conceptos, dependiendo de la naturaleza de la misma (IED, IC, OI y activos de reserva) y los instrumentos utilizados. Dentro de la balanza de pagos, dichas rentas se clasifican en: intereses, ingreso distribuido de las sociedades, beneficios reinvertidos y, renta. Para los propósitos de esta investigación, el análisis de las rentas de la inversión se realiza a partir de las categorías funcionales de la cuenta financiera.

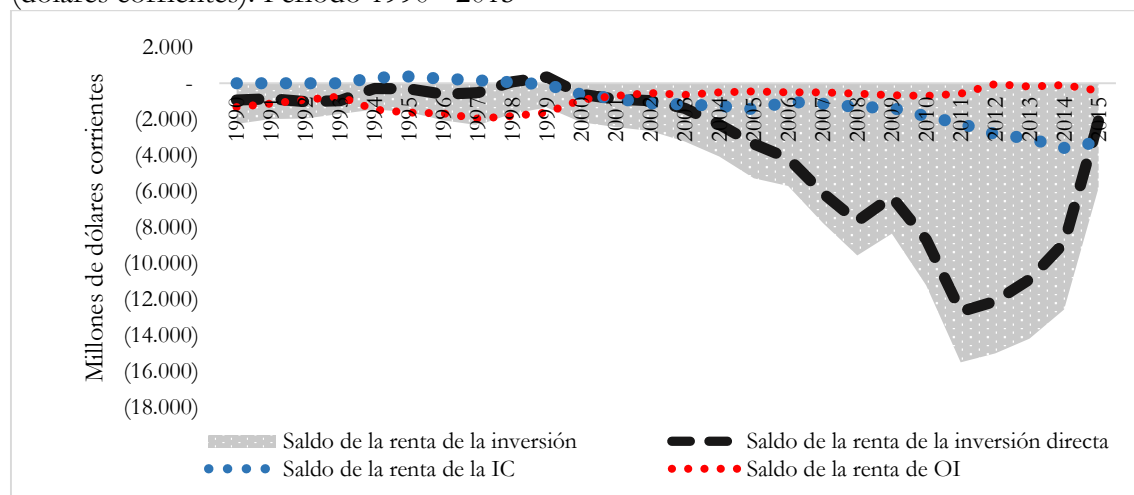
²⁰⁸ Para el FMI (2009), “el ingreso primario representa el rendimiento que perciben las unidades institucionales por su contribución al proceso de producción o por el suministro de activos financieros y el suministro de recursos naturales a otras unidades institucionales en forma de renta” (p. 198).

De acuerdo a las cifras reportadas en la balanza de pagos, en el periodo 1990 – 2015, Colombia pagó, en términos netos, un acumulado de 143.878 millones de dólares por concepto de rentas de la inversión. De este monto, el 65% correspondió a los pagos realizados a la inversión directa, el 19% a la IC y el 16% a OI. Además, tanto en la IED como en la IC, dichas sumas estuvieron concentradas en el subperiodo 2004 – 2015, que también fue el lapso donde mayor importancia adquirieron este tipo de inversiones (véase apartado 3.1). Dentro del subperiodo mencionado, el déficit acumulado de las rentas de inversión directa representó el 90,4% del total (1990 – 2015). Dichos porcentajes fueron del 90% y el 24% para las IC y OI, respectivamente²⁰⁹.

El fenómeno que se acaba de describir es muy importante para entender las diferencias entre la década de los 90 y el resto del periodo (2000 – 2015). Partiendo de la idea de que Colombia cambió el mecanismo de financiamiento externo que había prevalecido en las décadas previas a la apertura, donde tomaron mayor importancia la IED y la IC, la estructura de los pagos factoriales entra a reflejar esta situación. El fenómeno descrito se puede ver en el Gráfico 4.18, donde se observa que durante las décadas de los 80 y 90 las rentas de la inversión tenían como componente principal los pagos realizados a OI, constituidas fundamentalmente por empréstitos. Sin embargo, desde el año 2004, dicha dinámica cambió en favor de las rentas de la inversión directa y de la inversión de cartera.

Debido a los cambios en la estructura de financiamiento externo de la economía colombiana, las rentas de la inversión directa ganaron participación en el total del ingreso primario, pasando de una media del 22,9% entre 1990 y 1999, a un porcentaje del 59,4% entre 2000 y 2015. Esta situación también sucedió en el caso de la IC, que pasó de un 9,9% al 22,1% en los mismos subperiodos. En contraste, las rentas de OI disminuyeron desde un 67,2% entre 1990 y 1999, hasta un 18,5% en el subperiodo 2000 – 2015.

Gráfico 4.18. Rentas de la inversión según categorías funcionales de la cuenta financiera (dólares corrientes). Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL y el Banco de la República

El incremento de las entradas netas de capital, especialmente por la vía de la IED, generó una mayor presión sobre el déficit de la cuenta corriente. Como se observa en el Cuadro 4.9, pese a que las entradas netas de capital reportadas en el saldo de la cuenta financiera sumaron un total de 171.440 millones de dólares entre 1990 y 2015, los pagos factoriales en el mismo periodo alcanzaron los 143.878 millones de dólares, es decir, el 84% de dicho monto; que en

²⁰⁹ Los porcentajes fueron calculados a partir de la información de la CEPAL (CEPALstat).

el caso de la inversión directa alcanzó el 88% y en el de la IC el 62%. Del monto total de las rentas de la inversión del periodo de referencia, el 87% se causó entre los años 2000 al 2015. A pesar de que este resultado es lógico desde la contabilidad de la balanza de pagos, no deja de llamar la atención por los efectos que supone en las cuentas externas.

A partir de la información citada, hay más razones para cuestionar los beneficios de la IED (además de los citados en el capítulo 3), en la medida en que dichos flujos se destinaron hacia sectores muy rentables donde los inversionistas pudieron obtener beneficios a corto y mediano plazo, que posteriormente se repatriaron (o reinvirtieron²¹⁰); aprovechando, además, las fases donde el tipo de cambio estuvo apreciado²¹¹.

Cuadro 4.9. Relación entre las entradas netas de capital y los pagos factoriales según categoría funcional de la cuenta financiera. Periodo 1990 - 2015

Categoría funcional	Periodo								
	1990 - 1999			2000 - 2015			1990 - 2015		
			Pagos			Pagos			Pagos
	Entradas netas*	Pagos factoriales*	factoriales/ entradas netas	Entradas netas*	Pagos factoriales*	factoriales/ entradas netas	Entradas netas*	Pagos factoriales*	factoriales/ entradas netas
A. Inversión directa	15.287	- 5.159	34%	91.315	- 89.053	98%	106.602	- 94.212	88%
B. Inversión de cartera	5.415	1.034	-19%	38.743	- 28.222	73%	44.158	- 27.188	62%
C. Otra inversión	5.360	- 14.313	267%	15.320	- 8.166	53%	20.681	- 22.479	109%
Total	26.062	- 18.437	71%	145.378	- 125.441	86%	171.440	- 143.878	84%

*Cifras en millones de dólares corrientes. Los valores positivos indican, en el caso de las entradas netas, superávit, y para los pagos factoriales, déficit.

Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL y el Banco de la República

Como resultado del análisis conjunto tanto de la cuenta corriente como de la cuenta financiera, es posible calcular el monto que corresponde a la transferencia neta de recursos²¹² de Colombia hacia el exterior. Una vez realizado este ejercicio, se determinó que el saldo fue deficitario. Es decir, las salidas netas derivadas de las rentas factoriales (ingreso primario), más los errores netos y omisiones, fueron superiores a las entradas netas reportadas en la cuenta financiera (véase Gráfico 4.19 y Cuadro 4.9). En consecuencia, aunque puede ser positiva la mayor entrada de capitales desde inicios de los 90, la economía colombiana sigue transfiriendo recursos hacia el exterior; tal y como había sucedido en la década de los 80²¹³.

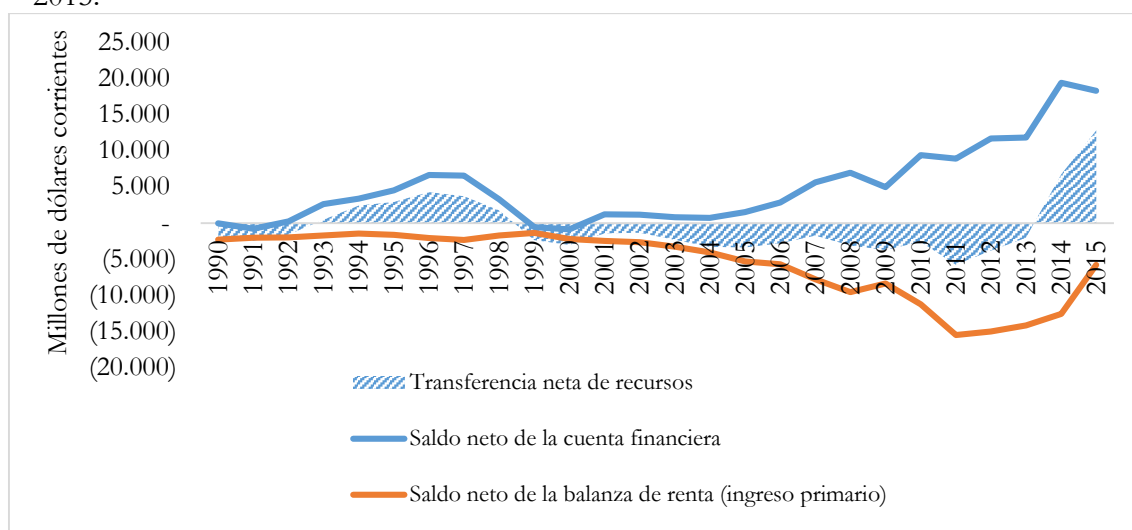
²¹⁰ En el subperiodo 2000 – 2015, las reinversiones de utilidades sumaron un total de 27.124 millones de dólares (Balanza de pagos - Banco de la República).

²¹¹ La apreciación de la moneda incrementa la rentabilidad de las inversiones puesto que los beneficios, expresados en moneda extranjera, son mayores.

²¹² “La transferencia neta de recursos se calcula como el total del ingreso neto de capitales menos el saldo de la balanza de renta (pagos netos de utilidades e intereses). El total del ingreso neto de capitales corresponde al saldo de las balanzas de capital y financiera más errores y omisiones, más préstamos y uso del crédito del Fondo Monetario Internacional y financiamiento excepcional. Las cifras negativas indican transferencias de recursos al exterior” (CEPAL, 2007, p. 175).

²¹³ En este periodo, la transferencia neta de recursos al exterior fue de 2.545 millones de dólares.

Gráfico 4.19. Transferencia neta de recursos (millones de dólares corrientes). Periodo 1990 – 2015.



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, el Banco Mundial y el Banco Mundial y el Banco de la República.

Ahora bien, como se puede observar en el Gráfico 4.19, hubo lapsos donde la transferencia neta de recursos terminó siendo positiva. Esta situación se dio entre 1993 y 1998, y posteriormente en los años 2014 y 2015. En este último caso, la explicación es muy sencilla: se mantuvieron las entradas netas de capital a la vez que se redujeron los pagos factoriales²¹⁴.

B. Transferencias unilaterales (ingreso secundario)

Conceptualmente, las transferencias unilaterales (corrientes) son aquellas transacciones en las cuales no hay un pago o contrapartida de parte de quien recibe un bien o un activo²¹⁵ por parte de un no residente. Desde el punto de vista macroeconómico, su importancia radica en que dichas transferencias incrementan el ingreso disponible del receptor y, por tanto, posibilitan un mayor consumo (FMI, 2009). Además, dependiendo de su naturaleza, complementan el ahorro nacional y, por esta vía, financian la formación de capital; generando efectos positivos en el crecimiento económico²¹⁶ (Solimano, 2003; Fajnzylber y López, 2008; Libreros y Cruz, 2015). En el sector externo, se constituyen como una fuente de divisas, contribuyendo a financiar el déficit de la cuenta corriente²¹⁷. Desde una óptica social, las

²¹⁴ Los pagos factoriales disminuyeron como resultado de la caída de los precios de las materias primas (minerales y energía) que empezó a darse desde el año 2013. Como consecuencia, los beneficios de las empresas también se vieron afectados, y por esta vía, disminuyeron las rentas de la inversión. Por otra parte, en el segundo semestre de 2014 se presentó una depreciación significativa del peso colombiano, con lo cual, también se reducen las utilidades repatriadas o reinvertidas, tanto al expresarse en dólares como en moneda nacional.

²¹⁵ Sin que se constituyan en transferencias de capital.

²¹⁶ Para Solimano (2003) y Martínez (2008), el impacto que pueden tener las transferencias corrientes sobre el crecimiento económico, y particularmente de las remesas que envían los trabajadores hacia sus países de origen, no es preciso, por varias razones, entre las que se relacionan, en primer lugar, las dificultades para contabilizar el monto de las mismas, por el alto grado de informalidad, y en segundo lugar, porque una parte de las mismas se realiza en especie (bienes); lo cual no queda registrado en la balanza de pagos. Además, sobre los beneficios de las transferencias en términos del crecimiento económico hay muchas controversias, especialmente por los efectos en el consumo, los precios y el tipo de cambio (véase Khoudour-Castéras, 2007; Libreros y Cruz, 2015).

²¹⁷ Partiendo del presupuesto que el saldo de las transferencias corrientes para los países en desarrollo tiende a ser superavitario.

transferencias corrientes, y particularmente las remesas²¹⁸, ayudan a mejorar la distribución del ingreso y a reducir la pobreza (Solimano, 2003; Fajnzylber y López, 2008).

A partir de los argumentos señalados, las transferencias corrientes se han convertido en una fuente muy importante de financiamiento externo; especialmente para las economías en desarrollo. En el contexto esbozado, Colombia no ha sido ajena al incremento de las migraciones en las últimas décadas y por esta vía ha recibido un volumen significativo de ingresos por concepto de transferencias; constituidas fundamentalmente por las remesas que envían los emigrantes (véase Khoudour-Castéras, 2007).

De acuerdo con la estructura de la balanza de pagos, la partida más importante dentro del componente de transferencias viene dada por los ingresos netos que reciben las sociedades financieras, sociedades no financieras, hogares e ISFLSH, que en el subperiodo 2000 – 2016 representaron el 93,7% del total²¹⁹. El resto, que corresponde a las transferencias que recibe el gobierno general, alcanzaron una participación del 6,3% del total, para un acumulado de 4.606 millones de dólares durante el lapso en mención.

Las transferencias corrientes no habían jugado un mayor rol en la economía colombiana hasta finales de los ochenta. De hecho, entre 1970 y 1989 ingresaron, en términos netos, un total de 5.653 millones de dólares por este concepto, que representaron una media anual del 0,9% del PIB (corriente). Un incremento significativo de este tipo de ingresos se dio hacia el año 1999. Dicho fenómeno también se presentó en varias economías latinoamericanas (véase Solimano, 2003; Khoudour-Castéras, 2007; Fajnzylber y López, 2008). Como se puede ver en el Cuadro 4.10, en el subperiodo 1999 y 2016 se mantuvo un flujo considerable de entradas por dicho concepto, llegando a acumular más de 70.000 millones de dólares de superávit; lo que representó una media del 2.2% del PIB. Como porcentaje de las exportaciones (expresadas en dólares corrientes), las transferencias corrientes representaron un promedio anual del 11,65% en el periodo 1990 – 2015.

A partir de las cifras mostradas, los flujos por transferencias unilaterales se convirtieron para Colombia, al igual que para el resto de América Latina, en la segunda fuente de financiamiento externo después de la IED (véase Solimano, 2003; Fajnzylber y López, 2008). En este marco, si se compara el déficit de la balanza comercial en el periodo de referencia de esta investigación, que ascendió a 72.199 millones de dólares, se podría decir que este se terminó financiando con las remesas enviadas por los emigrantes, que dentro de la balanza total acumularon un superávit de 82.833 millones de dólares en el mismo lapso (véase Cuadro 4.10).

A partir del comportamiento de las transferencias corrientes se colige que este componente fue muy importante para el financiamiento del déficit de la cuenta corriente. Ahora, a diferencia de otro tipo de ingresos, como pueden ser los de las exportaciones, ligados a la dinámica de los términos de intercambio, las transferencias corrientes tienden a ser más estables (véase Solimano, 2003), con lo cual, ayudan a suavizar los altibajos del consumo. Como resultado, esta variable termina adoptando un comportamiento contracíclico²²⁰, en la

²¹⁸ Para Martínez (2008, p.190), las remesas se entienden como las “porciones del ingreso de los migrantes internacionales con residencia temporal o permanente en el país donde trabajan que son transferidas desde este al lugar de origen. En algunos casos, también incluyen las jubilaciones pagadas a los trabajadores migrantes que retornaron al país de nacimiento”.

²¹⁹ Para el resto del periodo no existe información discriminada.

²²⁰ En los periodos de desaceleración de la economía, este tipo de flujos adquieren mayor importancia puesto que, a la vez que se mantienen los montos, como ha sucedido en Colombia, la depreciación de la moneda hace

medida en que ayuda a reducir la volatilidad del producto y la sensibilidad de la economía doméstica ante los *shocks* externos (véase Fajnzylber y López, 2008). En el caso colombiano, esta situación se pudo observar en la conducta de este tipo de entradas tanto en la crisis de 2008 – 2009, como al final del ciclo de las *commodities*, cuyos efectos principales se empezaron a visualizar desde el año 2014²²¹.

En cuanto a la volatilidad de las transferencias corrientes, dicho fenómeno se puede observar calculando la desviación estándar de las variaciones interanuales. Así, mientras en la década de los 90 el indicador fue del 27%, en el resto del periodo, dicho porcentaje fue del 10%. De esta manera, no solamente se presentó un mayor crecimiento de las transferencias sino también que se redujo la fluctuación de las mismas. Como se mencionó anteriormente, este aspecto es positivo porque reduce la volatilidad del PIB.

Cuadro 4.10. Transferencias corrientes netas (millones de dólares corrientes). Periodo 1980 - 2016

Indicador	Periodo				
	1980 – 1989	1990 - 1998	1999 - 2008	2009 – 2016	1980 - 2016
Transferencias corrientes (sumatoria del periodo)	5.148	9.633	34.574	38.627	87.982
Promedio anual	515	1.070	3.457	4.292	2.315
Participación en el PIB (promedio anual)	1,385%	1,839%	2,555%	1,555%	1,78%

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y la CEPAL

Haciendo una síntesis de este subapartado, la dinámica deficitaria de la cuenta corriente a lo largo del periodo de análisis se explica, en primer lugar, porque las importaciones crecieron a igual o mayor ritmo que las exportaciones, generando una prevalencia del déficit comercial. Y, en segundo lugar, porque la ingente entrada de IED, tanto a medianos de los 90 como en la última década, generó una presión muy fuerte desde las rentas de la inversión. Este resultado solamente fue atenuado por el superávit de las transferencias corrientes.

4.3. LA INFLUENCIA DEL CANAL COMERCIAL SOBRE EL TIPO DE CAMBIO

Desde la MD se ha destacado la importancia del tipo de cambio en términos de la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos (Frenkel y Taylor, 2006; CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2015, p. 141), debido a las distorsiones que esta variable puede ocasionar tanto en los componentes de la demanda como de la oferta agregada (véase Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; CEPAL, 2001, 2010; Ocampo, 2007b, 2011; Ffrench-Davis, 2010, 2012a, 2015). De ahí la insistencia de que el tipo de cambio no esté desalineado (Edwards *et al.*, 2003; Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2010, 2015; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010); algo que, en la economía colombiana, como se ha visto, sí ha ocurrido (véase apartado 3.3).

este sea mayor expresado en moneda nacional; llevando a un incremento del ingreso real (suponiendo que no haya un ajuste de precios (*pass through*) de la misma magnitud). No obstante, también se acepta que la dinámica de las transferencias está sujeta al comportamiento del PIB, y por tanto puede llegar a presentarse periodos de caída. Ahora dado que los ciclos económicos de los diferentes países no necesariamente coinciden, los efectos no resultan tan evidentes.

²²¹ A pesar de que el monto de transferencias corrientes se redujo entre el año 2014 y el 2013, entre 2015 y 2016 estos ingresos crecieron a una tasa media anual del 14,2%.

Teniendo en cuenta los elementos citados anteriormente, en el apartado 3.3 se analizó el comportamiento del tipo de cambio, llegando a la conclusión de que, efectivamente, los movimientos de este precio macroeconómico clave estuvieron ligados a la dinámica de los flujos de capital. Ahora bien, el estudio de la dinámica del tipo de cambio también se puede emprender desde las variables relacionadas con el canal comercial.

La conexión entre el canal comercial y el financiero (vía externa de la VM) es mayor debido a las particularidades del periodo de investigación estudiado, donde las entradas de capital se han direccionado, fundamentalmente, hacia los sectores transables²²² (vía IED) de la economía, que permiten que haya un vínculo muy estrecho entre la estructura de los flujos financieros y las características adoptadas por el patrón de especialización productiva; tal y como se pudo observar en el apartado 4.1. Por esta razón, la dinámica del tipo de cambio también debería estar ligada a los componentes principales del canal comercial. Siguiendo este razonamiento, el propósito de este apartado es profundizar en los determinantes del tipo de cambio real del peso colombiano, enfatizando en la influencia que ejercen algunas variables como los términos de intercambio y la cuenta corriente.

Una vez se recapitularon algunos de los elementos teóricos, está plenamente justificado el análisis del tipo de cambio, entendiendo los efectos que pudo ocasionar dicha variable en la economía colombiana, especialmente desde mediados de la década de los 2000.

4.3.1. El tipo de cambio real y el canal comercial

Para relacionar el canal comercial con el comportamiento del tipo de cambio real efectivo (ITCR_E) se tomaron cinco variables, que son: el grado de apertura comercial (% del PIB) o volumen de comercio, el saldo de la cuenta corriente, que sería una medida de los activos externos netos de la economía, el índice de términos de intercambio, las exportaciones totales, las importaciones totales y el tipo de cambio nominal (peso/dólar)²²³. En el Gráfico 4.20 se puede observar la dinámica de cada una de estas variables y su relación con el tipo de cambio real.

Lo más importante para destacar respecto a lo que se muestra en el Gráfico 4.20 es que el canal comercial, en general, mostró una relación estrecha con la dinámica del tipo de cambio real efectivo, y que esta se hizo muy elocuente, precisamente, en un periodo marcado por un incremento sustantivo de los términos de intercambio; especialmente desde mediados de la década de los 2000. Por tal razón, a partir del año 2003, que es donde inicia el crecimiento acelerado de los precios, se puede observar la relación inversa entre el ITCR_E y la apertura comercial, los términos de intercambio, las exportaciones, y las importaciones.

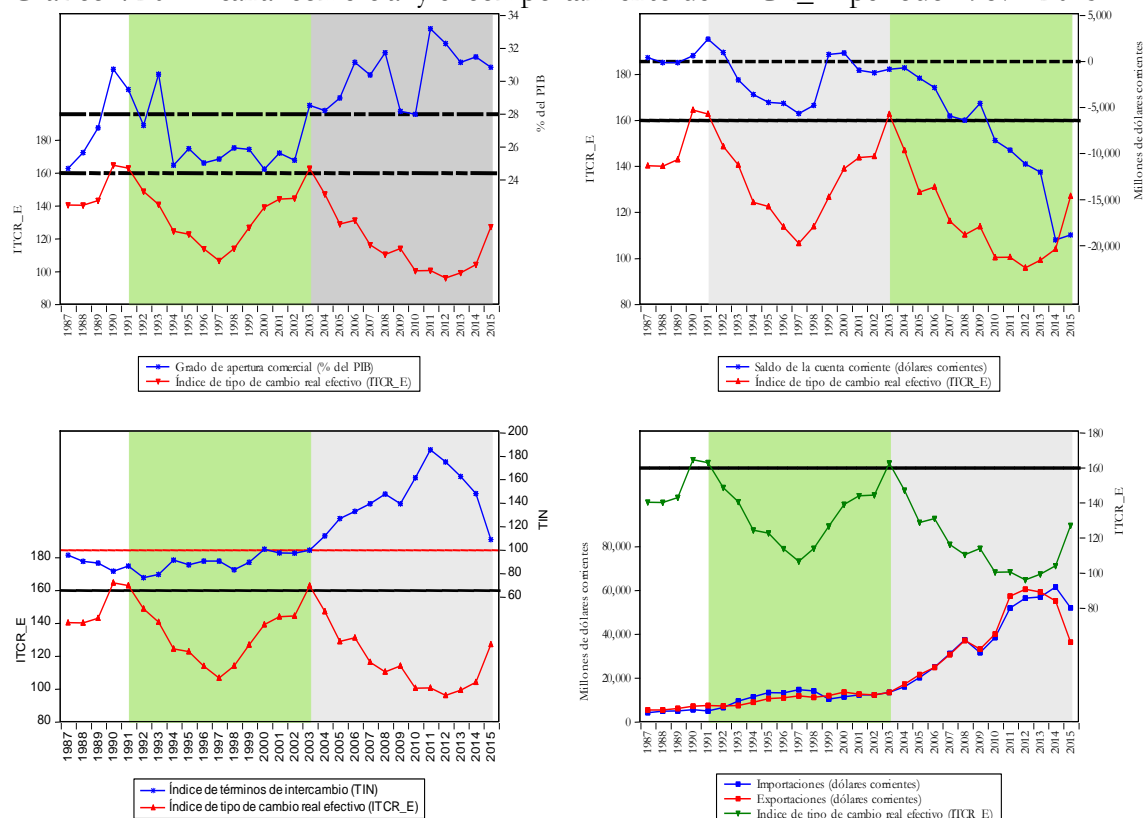
Respecto a la década de los 90, se puede ver que la relación no es igual a la que se mostró a partir del año 2003, con lo cual, se puede anotar dos rasgos importantes: primero, que en la década de los 90 pudo haber otros factores que explican mejor el comportamiento del tipo de cambio real, y segundo, que la influencia del canal comercial sobre el ITCR_E fue muy

²²² En términos del conjunto del periodo (1990 – 2015). Si la referencia es solamente la década de los 90, el comportamiento es diferente.

²²³ La información de la apertura comercial, las exportaciones y las importaciones se tomó del Banco Mundial (WDI), y el saldo de la cuenta corriente, el índice de términos de intercambio (TIN), el índice del tipo de cambio real efectivo y el tipo de cambio nominal fueron obtenidas del Banco de la República. En el caso de los TIN y el ITCR_E se calcularon los promedios anuales. El año base para los TIN es el 2000 y el deflactor utilizado es el índice de precios al productor. El año base para los ITCR_E (comercio total) es el 2010 y el deflactor utilizado es el índice de precios al productor.

notable, pero en el marco del *boom* de las *commodities* (véase Cuadro 4.11). Así, hay una diferencia muy importante entre los dos subperiodos: mientras en la década de los 2000 confluyeron una entrada masiva de capitales como una subida notable de los términos de intercambio, en la década de los 90, lo más destacable fue el incremento de los flujos de capital.

Gráfico 4.20. El canal comercial y el comportamiento del ITCR_E: periodo 1987 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial (WDI) y el Banco de la República

Para complementar el análisis del vínculo entre el canal comercial y el tipo de cambio real, se calcularon los coeficientes de correlación parciales (véase Cuadro 4.11), corroborando que la relación es inversa y estadísticamente significativa; salvo en el caso de la cuenta corriente. Además, dicha relación se fortaleció en la fase del *boom* de precios, en donde los coeficientes todavía fueron mayores. En todos los casos, los signos fueron los esperados. Respecto a la década de los 90, lo más destacable, y que corrobora lo que se había afirmado anteriormente, es que los términos de intercambio muestran una relación muy débil con el ITCR_E. En el caso del grado de apertura comercial, mientras en el lapso 1990 – 2002 la relación fue positiva, en el subperiodo 2003 – 2015 fue negativa. Por último, el Cuadro 4.11 también deja ver que la capacidad explicativa de la tasa de crecimiento del PIB²²⁴ no resulta significativa desde el punto de vista estadístico.

²²⁴ En algunos estudios, esta variable se toma como una *proxy* de la productividad, permitiendo medir el efecto Balassa – Samuelson (véase Echavarría *et al.*, 2008).

Cuadro 4.11. Coeficientes de correlación (parciales) entre el canal comercial y el ITCR_E por subperiodos

Variable explicativa	Tipo de cambio real efectivo (ITCR_E)								
	1990 - 2002			2003 - 2015			1990 - 2015		
	Coeficiente de correlación	Estadístico t	Probabilidad	Coeficiente de correlación	Estadístico t	Probabilidad	Coeficiente de correlación	Estadístico t	Probabilidad
Grado de apertura comercial (% del PIB)	0,6745	3,0305	0,0114**	-0,5330	-2,0890	0,0607***	-0,2141	-1,0740	0,2935
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares corrientes)	0,8550	5,4674	0,0002*	0,5800	2,3617	0,0377**	0,6988	4,7853	0,0001*
Tasa de crecimiento del PIB (términos constantes)	0,2384	0,8142	0,4328	0,0207	0,0685	0,9466	-0,0275	-0,1347	0,8940
Exportaciones	-0,5056	-1,9434	0,078***	-0,8909	-6,5054	0,0000*	-0,7196	-5,0772	0,0000*
Importaciones	-0,8658	-5,7394	0,0001*	-0,8105	-4,5889	0,0008*	-0,7230	-5,1269	0,0000*
Tasa de cambio nominal (peso/dólar)	-0,1116	-0,3726	0,7165	0,9356	8,7917	0,0000*	-0,0892	-0,4388	0,6647
Índice de términos de intercambio (TIN)	-0,1711	-0,5758	0,5763	-0,9051	-7,0609	0,0000*	-0,6834	-4,5865	0,0001*

*Significativo al 1%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 10%

Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial y el Banco de la República

Cuadro 4.12. Coeficientes de correlación (parciales) del canal comercial y el tipo de cambio nominal (peso/dólar) por sub periodos

Variable explicativa	Tipo de cambio nominal (peso/dólar)								
	1990 - 2002			2003 - 2015			1990 - 2015		
	Coeficiente de correlación	Estadístico t	Probabilidad	Coeficiente de correlación	Estadístico t	Probabilidad	Coeficiente de correlación	Estadístico t	Probabilidad
Grado de apertura comercial (% del PIB)	-0,6014	-2,4964	0,0297**	-0,4878	-1,8531	0,0909*	0,1621	0,8047	0,4289
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares corrientes)	0,0620	0,2059	0,8406	0,3112	1,0862	0,3006	-0,2735	-1,3930	0,1764
Tasa de crecimiento del PIB (términos constantes)	-0,4208	-1,5384	0,1522	-0,1352	-0,4525	0,6597	0,0019	0,0093	0,9927
Exportaciones	0,8585	5,5512	0,0002*	-0,7919	-4,3006	0,0013*	0,3846	2,0414	0,0523***
Importaciones	0,4899	1,8638	0,0892***	-0,6213	-2,6299	0,0234**	0,4047	2,1683	0,0403**
Índice del tipo de cambio real efectivo (TTCR_E)	-0,1116	-0,3726	0,7165	0,9356	8,7917	0,0000*	-0,0892	-0,4388	0,6647
Índice de términos de intercambio (TIN)	0,7815	4,1544	0,0016*	-0,9483	-9,9101	0,0000*	0,4418	2,4126	0,0238**

*Significativo al 1%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 10%

Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial y el Banco de la República

4.3.2. El tipo de cambio nominal y el canal comercial

En el caso del tipo de cambio nominal, a pesar de su relación con el ITCR_E, hay algunas diferencias, especialmente en la década de los 90. Así, mientras el ITCR_E se había revaluado en el lapso 1991 - 1997, no ocurrió lo mismo en términos nominales; donde la constante fue la devaluación²²⁵. Ulteriormente, lo más relevante es que la moneda colombiana se apreció tanto en términos nominales como reales; algo que ocurrió desde el año 2003.

Respecto a la relación entre el canal comercial y la dinámica del tipo de cambio nominal, esta resulta muy clara, tal y como se muestra en el Cuadro 4.12. Sin embargo, en varios casos, los signos de los coeficientes de correlación son distintos. Así, por ejemplo, mientras en el subperiodo 1990 - 2002 la relación entre las exportaciones y el tipo de cambio nominal fue positiva, en el subperiodo 2003 - 2015 fue inversa. Respecto a este comportamiento, se podría decir que en el primer lapso las exportaciones siguieron la dinámica del tipo de cambio nominal, aprovechándolo para crecer, y que, en el segundo subperiodo, las exportaciones crecieron por la dinámica de los precios y no por la del tipo de cambio nominal. Este fenómeno también quedó reflejado en el coeficiente de correlación de los términos de intercambio (véase Cuadro 4.12).

En el caso de las importaciones se dio algo similar. Mientras en la década de los 90 estas crecieron a un ritmo muy alto, a pesar de la devaluación de la moneda, en el subperiodo 2003 - 2015 crecieron mucho más rápido en medio de un contexto de apreciación. En las dos fases, el resultado se hizo visible dentro del saldo de la cuenta corriente; aunque este no resulte significativo para explicar el tipo de cambio nominal, ni en el conjunto del periodo ni en cada uno de los dos subperiodos mencionados.

Por último, vale recordar que, en un escenario de intervención cambiaria por parte de banca central, como ocurrió en los 90, no son claros los efectos de cada una de las variables mencionadas. Por tal razón, resultan más elocuentes los resultados de los años donde ha estado vigente el sistema de tipo de cambio flexible²²⁶, los cuales han mostrado los signos que se esperaba dentro de esta evaluación.

4.4. EL CANAL COMERCIAL Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Como se mencionó en los dos primeros capítulos de esta investigación, una de las consecuencias más importantes de la persistencia de una inserción comercial basada en la explotación de los recursos naturales es la inestabilidad de los principales agregados macroeconómicos (véase, por ejemplo, Guillaumont, 1999, 2005; Izquierdo *et al.*, 2008). Entendiendo la relación que existe entre las características del modelo de especialización productiva y la VM de un país (véase Capítulo 2), para los objetivos de esta investigación, resulta fundamental el examen empírico del vínculo entre el canal comercial y la dinámica del PIB.

Desde el plano teórico, las razones que explican el impacto de las exportaciones en la tasa de crecimiento del PIB, particularmente en las economías en desarrollo, como Colombia, se

²²⁵ Nuevamente, vale recordar que en estos años estuvieron vigentes, de manera consecutiva, tres regímenes cambiarios: las minidevaluaciones (*crawling peg*), los certificados de cambio y las bandas cambiarias. Este último esquema fue desmontado en el año 1999 para dar paso a un sistema de libre flotación (véase el apartado 3.3).

²²⁶ Sin desconocer que también hay intervención del Banco de la República. No obstante, más que incidir en la trayectoria del tipo de cambio, lo que se busca es reducir la volatilidad, tal y como se señaló en el apartado 4.3.

encuentran en las características de su patrón de inserción comercial (ver apartado 4.1), el cual, por los rasgos que muestra en este tipo de países, necesariamente, conduce a un desajuste estructural de la balanza de pagos (Prebisch, 1949; Cimoli, 2005; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009; Thirlwall, 2011). Bajo este argumento, Cimoli (2005) advierte sobre la conexión que existe entre el bajo crecimiento de largo plazo y el desequilibrio externo. Dichos elementos también se recogen bajo el concepto de dominancia de la balanza de pagos, donde se destaca la influencia que ejercen los *shocks* externos (financieros y comerciales) dentro de la dinámica económica de estos países (véase Ffrench-Davis, 2010; CEPAL, 2010; Ocampo, 2011, 2012; Thirlwall, 2011; Titelman y Pérez, 2015).

Desde una perspectiva poskeynesiana, donde el crecimiento económico vendría guiado por el comportamiento de la demanda agregada, Thirlwall (1979, 2011) plantea que la dinámica del PIB en el largo plazo se explica por la restricción que impone la balanza de pagos²²⁷, y más concretamente por la diferencia de elasticidades (ingreso) entre las exportaciones y las importaciones; aspecto que también resulta fundamental dentro del análisis de Prebisch (1949) y del Estructuralismo Latinoamericano en general (véase Rodríguez, 2006; Pérez, 2015b). En este marco, dado que las características de cada país son diferentes en términos de su estructura productiva y el patrón de inserción comercial, el aporte que hace el sector externo al crecimiento del PIB depende de las particularidades de cada economía.

A partir del planteamiento de Thirlwall (1979), para que un país aumente su tasa de crecimiento de largo plazo es necesario relajar la restricción de la balanza de pagos sobre la demanda agregada. En términos generales, lo que plantea Thirlwall (1979) es que un país no puede crecer más rápido que aquella tasa consistente con el equilibrio de la balanza de pagos, al menos que pueda financiar, de manera indefinida, el déficit de la cuenta corriente; algo que, lógicamente, no va a ocurrir. A continuación se presenta una aplicación de la Ley de Thirlwall a la economía colombiana, teniendo como referencia el periodo de tiempo abordado dentro de esta investigación.

4.4.1. Restricción externa y crecimiento económico

En la versión original del modelo de Thirlwall (1979), la balanza de pagos de equilibrio medida en unidades de moneda nacional puede ser expresada como se muestra en la ecuación 4.4.1.1.

$$P_d X_t = P_f M_t E_t \quad [4.4.1.1]$$

De donde, P_d es el precio de las exportaciones en moneda nacional, X es la cantidad exportaciones, M es la cantidad de importaciones, P_f es el precio de las importaciones en moneda extranjera, E es el tipo de cambio (unidades de moneda nacional por una unidad de moneda extranjera) y t es el tiempo.

Para garantizar que se cumpla la condición de equilibrio de la balanza de pagos, la tasa de crecimiento de las importaciones debe igualar a la tasa de crecimiento de las exportaciones. La ecuación 4.4.1.2, expresada como tasas de cambio, quedaría de la siguiente manera:

²²⁷ Thirlwall (1979) cuestiona los planteamientos desde el lado de la oferta agregada en los cuales se arguye que las diferencias en las tasas de crecimiento económico entre países solamente puedan entenderse por las asimetrías en la dotación de factores y la productividad. Por ello, lo que el autor sugiere es que las divergencias en el comportamiento del PIB se explican por la insuficiencia de demanda (interna y externa).

$$p_{dt} + x_t = p_{ft} + m_t + e_t \quad [4.4.1.2]^{228}$$

Luego, la tasa de crecimiento de las importaciones (m) viene determinada por los precios (elasticidad precio de la demanda por importaciones $\Psi < 0$), la renta doméstica (y) (elasticidad renta de la demanda por importaciones $\pi > 0$), y los precios de otros bienes (elasticidad cruzada de la demanda por importaciones $\phi > 0$), así:

$$m_t = \Psi(p_{ft}) + \Psi(e_t) + \phi(p_{dt}) + \pi(y_t) \quad [4.4.1.3]$$

Por su parte, la función de demanda de las exportaciones (X_t), en cantidades, queda expresada como sigue:

$$X_t = \left(\frac{p_{dt}}{E_t}\right)^\eta P_{ft}^\delta Z_t^\epsilon \quad [4.4.1.4]$$

De donde, además de las variables que fueron definidas previamente, Z es el nivel de renta mundial, η es la elasticidad precio de la demanda de exportaciones ($\eta > 0$), δ es la elasticidad cruzada de la demanda de exportaciones ($\delta > 0$), ϵ es la elasticidad ingreso de la demanda de exportaciones ($\epsilon > 0$), y t es el tiempo. La tasa de crecimiento de las exportaciones se muestra en la ecuación 4.4.1.5.

$$x_t = \eta(p_{dt}) - \eta(e_t) + \delta(p_{ft}) + \epsilon(Z_t) \quad [4.4.1.5]$$

Realizada la transformación lineal de las ecuaciones, y suponiendo que la elasticidad precio de la demanda de exportaciones e importaciones es igual a la elasticidad cruzada de las mismas ($\Psi = \phi$ y $\eta = \delta$), la tasa de crecimiento de equilibrio consistente con la balanza de pagos (y_{Bt}) queda expresada como se muestra en la ecuación 4.4.1.6.

$$y_{Bt} = \frac{(1 + \eta + \Psi)(p_{dt} - p_{ft} - e_t) + \epsilon(Z_t)}{\pi} \quad [4.4.1.6]$$

Ahora, si se supone que se cumple con la condición de Marshall-Lerner ($\eta = \Psi$), y si los precios relativos expresados en una moneda común (paridad del poder adquisitivo) no cambian en el largo plazo ($p_{dt} - p_{ft} - e_t = 0$), la ecuación 4.4.1.6 se reduce a la expresión que se presenta en la ecuación 4.4.1.7.

$$y_{Bt} = \frac{\epsilon(Z_t)}{\pi} \quad [4.4.1.7]$$

Teniendo en cuenta que en la ecuación 4.4.1.5, $\epsilon(Z_t) = x_t$, la ecuación 4.4.1.7 queda así:

$$y_{Bt} = \frac{x_t}{\pi} \quad [4.4.1.8]$$

De la ecuación 4.4.1.8 se deriva la tasa de crecimiento económico restringida por la balanza de pagos (TCRBP), que se conoce como la Ley de Thirlwall, en su versión débil, donde el incremento del PIB depende de la ratio entre la tasa de expansión de las exportaciones y la elasticidad precio de las importaciones.

²²⁸ Las letras minúsculas indican las tasas de cambio de las variables.

Dado que la versión inicial de Thirlwall (1979) supone que el saldo de la cuenta corriente siempre está en equilibrio, y esto no necesariamente sucede, el planteamiento fue modificado para incorporar los flujos de capital (endeudamiento externo). En consecuencia, además del saldo de la balanza comercial, que se puede evidenciar en la relación entre las exportaciones con las importaciones, se agregó el resto de movimientos que se contabilizan dentro de la cuenta corriente, que corresponden al ingreso primario (rentas factoriales) y al ingreso secundario (transferencias unilaterales). Además, teniendo en cuenta la ecuación de equilibrio de la balanza de pagos, se incorporaron los movimientos de la cuenta financiera, incluidos los errores netos y omisiones y la acumulación de reservas internacionales.

Las modificaciones a la versión inicial de la TCRBP propuesta por Thirlwall (1979) se deben fundamentalmente a los aportes de Thirlwall y Hussain (1982), McCombie y Thirlwall (1997), Moreno-Brid (1998, 2003), Elliott y Rhodd (1999) y Ferreira y Canuto (2003). Las contribuciones más importantes tienen que ver con la incorporación de los flujos de capital, además del uso de técnicas de estimación más sofisticadas (véase Thirlwall, 2011). Dichos cambios quedan recogidos en la ecuación 4.4.1.9.

$$P_{dt}X_t + P_{dt}F_t + P_{dt}R_t = P_{ft}M_tE_t \quad [4.4.1.9]$$

Donde F representa los flujos de capital y R las rentas del capital.

Los ingresos de divisas se ponderan entre aquellos que provienen de las exportaciones (θ_1) y el resto de flujos reportados dentro de la balanza de pagos ($\theta_2 = 1 - \theta_1$). Si la ecuación 4.4.1.9 se expresa como tasas de crecimiento, queda así:

$$m_t + p_{ft} + e_t = \theta_1(p_{dt} + x_t) - \theta_2(p_{dt} + r) + (1 - \theta_1 - \theta_2)(p_{dt} + f) \quad [4.4.1.10]$$

Donde r y f corresponden a la tasa de crecimiento del pago de intereses netos y de los flujos de capital, respectivamente. Los términos θ_1 y θ_2 se muestran a continuación:

$$\theta_1 = \frac{P_d X}{P_f E M} \quad [4.4.1.11]$$

$$\theta_2 = \frac{P_d R}{P_f E M} \quad [4.4.1.12]$$

A partir de los aportes de Moreno-Brid (1998, 2003), y siguiendo a Romero *et al.* (2011), se introduce una restricción de endeudamiento sustentable, $F/Y = k$, que expresado en tasas de crecimiento queda así:

$$f + p_d = y + p_a \quad [4.4.1.13]$$

Reemplazando la ecuación 4.4.1.13 en la ecuación 4.4.1.9, la TCRBP se representa de la siguiente manera:

$$y_B^* = \frac{(\theta_1 \eta + \psi)(p_{dt} - p_{ft} - e_t) + \theta_1 \varepsilon(Z_t) + \theta_2 r}{\pi - (1 - \theta_1 + \theta_2)} \quad [4.4.1.14]$$

De acuerdo con la ecuación 4.4.1.14, la TCRBP depende de la elasticidad ingreso de las exportaciones, la elasticidad ingreso de las importaciones, el efecto de los términos de intercambio y del tipo de cambio, el pago de intereses y las entradas de capital.

4.4.2. El modelo y la metodología econométrica

A raíz de la propuesta inicial de Thirlwall (1979), y todas las modificaciones que se introdujeron posteriormente, se han sugerido una serie de métodos para el cálculo de la TCRBP (véase McCombie, 1997; Thirlwall, 2011). Dentro de esta investigación se optó por estimar las funciones tanto de exportaciones como de importaciones utilizando el análisis de cointegración²²⁹.

El análisis de cointegración se realiza utilizando dos métodos²³⁰. En el primero se aplica el test de Engle y Granger (1987), y posteriormente se desarrolla el procedimiento de máxima verosimilitud empleado dentro del método multivariado propuesto por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990), a partir del cual se obtiene la ecuación que proporciona las elasticidades que permiten calcular la TCRBP.

Las estimaciones de la TCRBP de la economía colombiana se realizaron para el periodo 1991 – 2015. La presentación de las mismas está organizada en tres epígrafes. En el primero se estima la función de demanda de las exportaciones, en el segundo se determina la función de demanda de las importaciones, y, por último, se realiza el cálculo de la TCRBP. Respecto a las características de la información incluida dentro de las estimaciones, en una primera parte se realizan solamente para la balanza de bienes y servicios, y posteriormente se incorpora el modelo extendido, teniendo en cuenta los flujos (netos) tanto de transferencias unilaterales (ingreso secundario) como de IED²³¹. En cuanto al modelo extendido, se incorporan dichas series porque estas representaron las fuentes de financiamiento externo más importantes para la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado, tal y como se pudo ver tanto en el Capítulo 3 como en los apartados 4.1 y 4.2.

A. Función de demanda de las exportaciones

La función de demanda de las exportaciones para el caso de estudio está representada en la ecuación 4.4.2.1.

$$\text{Log}X_t = \alpha + \varepsilon \text{Log}Z_t + \eta \text{LogITCR}_t + \mu_t \quad [4.4.2.1]$$

Donde *LogX* es el logaritmo de las exportaciones totales (bienes y servicios) expresadas en dólares constantes de 2010; *logZ* es el logaritmo del PIB mundial, expresado en dólares constantes de 2010; *LogITCR* es el logaritmo del Índice de tipo de cambio real efectivo (base 2010), μ_t es el término de error de la regresión y *t* es el tiempo. Por último, ε y η representan las elasticidades ingreso y precio de las exportaciones, respectivamente.

Siguiendo los argumentos metodológicos señalados en el apartado 3.2, en primer lugar, se procedió a verificar el orden de integración de las variables, lo cual permite aplicar tanto el test de Engle y Granger (1987) como el método propuesto por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990). Para comprobar la existencia de raíces unitarias se utilizaron los test ADF y PP. El resultado general de dichas pruebas es que las series de tiempo incorporadas dentro de la ecuación 4.4.2.1 tienen el mismo orden de integración I (1), lo que quiere decir que son no estacionarias en niveles, pero sí lo son en primeras diferencias (véase Tabla 4.1).

²²⁹ Las bondades de este método se destacan en autores como Alonso (1999).

²³⁰ Los elementos teóricos y metodológicos fueron expuestos en el apartado 3.2.

²³¹ Dichas variables también se incorporan en otros estudios como el de Madrueno (2009).

Tabla 4.1. Pruebas de raíces unitarias para las series incorporadas en la ecuación de exportaciones

Prueba ADF							
Ho: la serie tiene raíz unitaria							
Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico p-valores*		Estadístico p-valores*		Estadístico p-valores*		
En niveles							
LogX	-1,3092	0,6090	-3,6876	0,0423	5,1020	1,0000	I(1)
LogZ	0,1002	0,9592	-2,4186	0,3619	1,0628	1,0000	I(1)
LogITCR	-2,0972	0,2473	-4,9052	0,0031	-0,0074	0,6707	I(1)
En primeras diferencias							
Δ LogX	-4,5116	0,0016	-4,4785	0,0080	-3,1670	0,0028	I(0)
Δ LogZ	-4,3129	0,0025	-4,2295	0,0137	-1,4553	0,1327	I(0)
Δ LogITCR	-5,0887	0,0004	-4,9674	0,0027	-5,1984	0,0000	I(0)
Prueba PP							
Ho: la serie tiene raíz unitaria							
Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico p-valores*		Estadístico p-valores*		Estadístico p-valores*		
En niveles							
LogX	-1,3163	0,6057	-3,1924	0,1086	5,1901	1,0000	I(1)
LogZ	0,0987	0,9591	-2,4186	0,3619	1,0591	1,0000	I(1)
LogITCR	-2,1204	0,2388	-2,0562	0,5437	-0,0010	0,6729	I(1)
En primeras diferencias							
Δ LogX	-5,0081	0,0005	-4,5707	0,0065	-3,1520	0,0029	I(0)
Δ LogZ	-4,2628	0,0028	-4,1742	0,0154	-1,2897	0,1765	I(0)
Δ LogITCR	-5,0971	0,0004	-4,9735	0,0027	-5,2107	0,0000	I(0)

p-valores* McKinnon (1996)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Ulteriormente, se estimó el modelo de regresión para las exportaciones, utilizando para ello el método de MCO. Los coeficientes de las variables exógenas resultaron estadísticamente significativos. La ecuación que se obtuvo es la siguiente (errores estándar en paréntesis):

$$\text{LogX} = -8,9015 + 1,4211\text{LogZ} - 0,0554\text{LogITCR} + \mu_t$$

(0,5202) (0,0369) (0,0172)

[4.4.2.2]

Las pruebas sobre los residuos de la regresión se muestran en la Tabla 4.2, donde se puede observar que el modelo cumple con los requisitos básicos del método de MCO.

Tabla 4.2. Resultados de los test de residuos sobre la ecuación de las exportaciones

Normalidad (Jarque-Bera)		Autocorrelación (Breusch-Godfrey)			Durbin-Watson	Heterocedasticidad	
Estadístico	Probabilidad	Estadístico F	Prob. F	Prob. Chi-cuadrado	Estadístico	Estadístico F	Probabilidad
0,5080	0,7756	0,4518	0,6428	0,5825	1,8800	0,5975	0,5589

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Una vez se estimó la función de demanda de las exportaciones por el método de MCO, se procedió a obtener los residuos de la regresión, con el propósito de examinar la existencia de raíces unitarias en dicha serie. Para cumplir con este propósito, se utilizó la prueba ADF (sin contraste ni tendencia). El número de rezagos incluido en la prueba se definió a partir del criterio de información de Schwarz. Como se muestra en la Tabla 4.3, los residuos son

estacionarios, indicando por tanto que hay suficiente evidencia estadística para afirmar que hay una relación de largo plazo entre las variables del modelo especificado en la ecuación 4.4.2.2; tal y como se desprende de la propuesta de Engle y Granger (1987).

Tabla 4.3. Prueba de raíces unitarias para los residuos de la ecuación de exportaciones

Variable	Estadístico t	Valor crítico al 5%*
Residuos de la regresión	-4,5342	-3,34

*p-valores Davidson y MacKinnon (1993, tabla 20.2)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Evaluada la relación de largo plazo entre las variables señaladas dentro de la ecuación 4.4.2.2 (errores estándar en paréntesis), se estimó el modelo de corrección de errores (MCE), que muestra la dinámica de corto plazo dentro de la ecuación de demanda de las exportaciones (se incorpora las variables en primeras diferencias y los residuos con un rezago). Dado que los residuos evidencian una significancia estadística individual, el coeficiente obtenido es adecuado para el propósito de la explicación.

$$\Delta \text{LogX} = 0,0074 + \Delta 0,8180 \text{LogZ} - \Delta 0,0457 \text{LogITCR} - 0,9301 \text{Resid}_{t-1}$$

(0,0068) (0,5167) (0,0274) (0,2300) [4.4.2.3]

Luego de estudiar la relación de largo plazo para la ecuación de demanda de exportaciones siguiendo el método de Engle y Granger (1987), se procedió a realizar el análisis de cointegración a través del procedimiento señalado por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990). Dado que las variables tienen el mismo orden de integración (véase Tabla 4.1), es posible estimar el VAR y determinar el número de vectores de cointegración que pueden existir. Antes de continuar con este procedimiento, se determinó el número de rezagos óptimos a incluir dentro del VAR. Utilizando los diferentes criterios de información, se determinó que el número de rezagos óptimos es de uno (1). Para el VAR (1), inicialmente, se verificó el cumplimiento de las pruebas sobre los residuos, las cuales se muestran en la Tabla 4.4.

Tabla 4.4. Resultado de los test de residuos sobre el VAR (1) de las exportaciones

Normalidad (Cholesky)		Autocorrelación		Heteroscedasticidad (joint test)	
Jarque-Bera (<i>joint test</i>)	Probabilidad	LM-stat	Probabilidad	Chi-sq	Probabilidad
3,9730	0,6803	7,7874	0,5557	59,4000	0,8558

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Conocido el número de rezagos óptimos del VAR, se realizó el procedimiento de máxima verosimilitud que permite determinar el rango de cointegración. A partir de las pruebas de la traza y del máximo valor propio se concluye que existe, al menos, un vector de cointegración²³². Los resultados se muestran en la Tabla 4.5.

²³² La hipótesis nula (H₀) en los dos casos es que no existe una ecuación de cointegración al 5% de confianza.

Tabla 4.5. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio

Rango no restringido de la traza				
Rango	Valor propio	Estadístico de la traza	Valor crítico al 5%	Prob.**
$r = 0 *$	0,6671	34,3448	29,7971	0,0140
$r \leq 1$	0,2385	6,8486	15,4947	0,5953
Máximo valor propio				
Rango	Valor propio	Estadístico del máximo valor propio	Valor crítico al 5%	Prob.**
$r = 0 *$	0,6671	27,4961	21,1316	0,0055
$r \leq 1$	0,2385	6,8101	14,2646	0,5118

La prueba de la traza, y del máximo valor propio, indican que existe, al menos, un (1) vector de cointegración al 5%.

* denota rechazo de la hipótesis nula al 5%; **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-valores
Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Conocido el número de vectores de cointegración, se tiene la información necesaria que permite obtener la ecuación que muestra la relación de largo plazo entre las exportaciones, el PIB mundial y el tipo de cambio real. La ecuación 4.4.2.4 muestra el vector de cointegración normalizado para la función de demanda de exportaciones (en paréntesis los errores estándar).

$$\text{LogX} = 1,4241\text{LogZ} - 0,0692\text{LogITCR} \quad [4.4.2.4]$$

(0.03306) (0.01574)

Por último, en la Tabla 4.6 se muestra el modelo de corrección de error (MVEC) de la función de demanda de las exportaciones, el cual da cuenta de la velocidad de ajuste de corto plazo frente a la ecuación de cointegración.

Tabla 4.6. Dinámica de corto plazo de la función de demanda de las exportaciones

	D(LogX)	D(LogZ)	D(LogITCR)
Ecuación de cointegración	-0,7725	0,0569	-3,6556
Errores estándar	-0,1971	-0,0825	-1,4437
Estadísticos t	[-3,91946]	[0,69011]	[-2,53208]

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

B. Función de demanda de las importaciones

La función de demanda de las importaciones está representada en la ecuación 4.4.2.5.

$$\text{LogM}_t = \alpha + \pi \text{LogPIB}_t + \Psi \text{LogITCR}_t + \mu_t \quad [4.4.2.5]$$

Donde, *LogM* es el logaritmo de las importaciones totales (bienes y servicios) de Colombia, expresadas en dólares constantes de 2010; *LogPIB* es el logaritmo del PIB de Colombia, expresado en dólares constantes de 2010; *LogITCR* es el logaritmo del Índice de tipo de cambio real efectivo del peso colombiano (base 2010 y deflactado con el índice de precios al productor), y μ_t es el término de error de la regresión. Por último, π y Ψ representan las elasticidades ingreso y precio de las importaciones, respectivamente.

Al igual que en el caso de las exportaciones, antes de pasar a desarrollar los procedimientos econométricos, inicialmente se determinó el orden de integración de las series incorporadas

en la ecuación 4.4.2.5. A partir de este ejercicio, se concluye que las series no son estacionarias en niveles, pero sí lo son en primeras diferencias. Los resultados de los test ADF y PP se muestran en la Tabla 4.7.

Tabla 4.7. Pruebas de raíces unitarias para las series incorporadas en la ecuación de demanda de importaciones

Prueba ADF							
Ho: la serie tiene raíz unitaria							
Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	
En nivel							
LogM	-1,488	0,523	-2,951	0,165	3,244	0,999	I(1)
LogPIB	0,985	0,995	-0,995	0,927	7,753	1,000	I(1)
LogITCR	-2,097	0,247	-4,905	0,003	-0,007	0,671	I(1)
En primeras diferencias							
ΔLogM	-3,346	0,023	-3,353	0,081	-2,676	0,010	I(0)
ΔLogPIB	-3,963	0,006	-4,083	0,019	-1,264	0,184	I(0)
ΔLogITCR	-5,089	0,000	-4,967	0,003	-5,198	0,000	I(0)
Prueba PP							
Ho: la serie tiene raíz unitaria							
Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	
En nivel							
LogM	-1,448	0,543	-2,253	0,442	2,801	0,998	I(1)
LogPIB	0,864	0,993	-1,231	0,882	6,593	1,000	I(1)
LogITCR	-2,120	0,239	-2,056	0,544	-0,001	0,673	I(1)
En primeras diferencias							
ΔLogM	-3,301	0,026	-3,320	0,086	-2,603	0,012	I(0)
ΔLogPIB	-3,969	0,006	-4,083	0,019	-1,781	0,072	I(0)
ΔLogITCR	-5,097	0,000	-4,974	0,003	-5,211	0,000	I(0)

p-valores* McKinnon (1996)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Ulteriormente, se procedió a estimar el modelo de regresión para la función de demanda de las importaciones, utilizando para ello el método de MCO. Los dos coeficientes de las variables exógenas resultaron estadísticamente significativos. La ecuación estimada es la siguiente (errores estándar en paréntesis):

$$\text{LogM} = -10,058 + 1.9463\text{LogPIB} - 0.7528\text{LogITCR} + \mu_t$$

(1,1544) (0.0887) (0.2451) [4.4.2.6]

El modelo estimado que se muestra en la ecuación 4.4.2.6 cumple con los requisitos de normalidad y homoscedasticidad. No obstante, muestra problemas de autocorrelación. Ahora bien, dado que el coeficiente de determinación es superior al estadístico de Durbin-Watson, es posible continuar con el análisis de cointegración.

Estimada la función de demanda de las importaciones, se procedió a obtener los residuos de la misma y realizar el test de raíces unitarias sobre dicha serie. Para cumplir con este propósito, se utilizó la prueba ADF (sin contraste ni tendencia). El número de rezagos incluido en la prueba se definió a partir del criterio de información de Schwarz. Como se muestra en la Tabla 4.8, los residuos son estacionarios y por tanto cumplen la condición señalada por Engle y Granger (1987), indicando por tanto que hay suficiente evidencia estadística para afirmar que una relación de largo plazo o de equilibrio entre las variables incorporadas en la ecuación 4.4.2.5.

Tabla 4.8. Prueba de raíces unitarias para los residuos de la ecuación de importaciones

Variable	Estadístico t	Valor crítico al 5%*
Residuos de la regresión	-4,2385	-3,34

*p-valores Davidson y MacKinnon (1993, tabla 20.2)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Posteriormente se estimó el MCE, que muestra la dinámica de corto plazo dentro de la ecuación de importaciones (errores estándar en paréntesis). Dado que los residuos evidencian una significancia individual, el coeficiente obtenido es adecuado para el propósito de la explicación.

$$\Delta \text{LogM} = -0,0181 + \Delta 3,5046 \text{LogPIB} - \Delta 0,383452 \text{LogITCR} - 0,5786 \text{Resid}_{t-1}$$

(0,0118) (0,6508) (0,2046) (0,1354) [4.4.2.7]

Determinada la relación de largo plazo para la ecuación de demanda de importaciones por el método de MCO, siguiendo la propuesta de Engle y Granger (1987), se procedió a realizar el análisis de cointegración a través del procedimiento señalado por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990). Dado que ya se comprobó el orden de integración de las variables incorporadas en la ecuación 4.4.2.5 (véase Tabla 4.7), en adelante se presentan los resultados del procedimiento de máxima verosimilitud que permiten determinar el rango de cointegración.

Antes de continuar con el procedimiento señalado, se determinó el número de rezagos óptimos a incluir dentro del VAR. Una vez se estimó el VAR con las tres variables incluidas dentro del modelo, se determinó que el número de rezagos óptimos es de uno (1). Este resultado se obtuvo utilizando los criterios de información descritos en el apartado 3.2. Además, se verificó el cumplimiento de las pruebas sobre los residuos sobre el VAR (1), las cuales se muestran en la Tabla 4.9.

Tabla 4.9. Resultado de los test de residuos sobre el VAR (1) de las importaciones

Normalidad (<i>joint test</i>)		Autocorrelación (primer rezago)		Heteroscedasticidad (<i>joint test</i>)	
Jarque-Bera	Probabilidad	LM-stat	Probabilidad	Chi-sq	Probabilidad
5,4867	0,4831	9,9000	0,3579	121,9189	0,1700

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Conocido el número de rezagos óptimos del VAR (1), se aplicó el procedimiento de máxima verosimilitud para determinar el número de vectores de cointegración. A partir de las pruebas de la traza y el máximo valor propio se concluye que existe, al menos, un vector de cointegración²³³. Los resultados se muestran en la Tabla 4.10.

Conocido el número de vectores de cointegración, se tiene la información que permite obtener la ecuación que muestra la relación de largo plazo entre las importaciones, el PIB de Colombia y el ITCR.

²³³ La hipótesis nula (H₀) en los dos casos es que no existe una ecuación de cointegración al 5% de confianza.

Tabla 4.10. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio

Rango no restringido de la traza				
Rango	Valor propio	Estadístico de la traza	Valor crítico al 5%	Prob.**
$r = 0$ *	0,5996	34,3804	29,7971	0,0138
$r \leq 1$	0,3316	11,4989	15,4947	0,1826
Máximo valor propio				
Rango	Valor propio	Estadístico del máximo valor propio	Valor crítico al 5%	Prob.**
$r = 0$ *	0,5996	22,8814	21,1316	0,0281
$r \leq 1$	0,3316	10,0707	14,2646	0,2073

La prueba de la traza, y del máximo valor propio, indican que existe, al menos, un (1) vector de cointegración al 5%

* denota rechazo de la hipótesis nula al 5%

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-valores

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

La ecuación 4.4.2.8 muestra el vector de cointegración normalizado para el LogM (en paréntesis los errores estándar).

$$\text{LogM} = 1,8029\text{LogPIB} - 0,4628\text{LOGITCR} \quad [4.4.2.8]$$

(0.11367) (0.32683)

Por último, en la Tabla 4.11, se incluye el modelo de corrección de error para la ecuación de cointegración, el cual indica la velocidad de ajuste para el corto plazo.

Tabla 4.11. Dinámica de corto plazo de la función de demanda de las importaciones

	D(LogM)	D(LogITCR)	D(LogPIB)
Ecuación de cointegración	-0,457607	-0,07669	-0,005671
Errores estándar	-0,15356	-0,11045	-0,03485
Estadísticos t	[-2,98003]	[-0,69432]	[-0,16271]

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

C. Estimación de la tasa de crecimiento restringida por la balanza de pagos (TCRBP)

Como se señaló al inicio de este apartado, el primer paso para determinar la TCRBP consiste en estimar las funciones de demanda tanto de las exportaciones como de las importaciones. Dicha tarea se desarrolló en los epígrafes A y B. En consecuencia, se cuenta con la información necesaria para calcular la TCRBP; contemplando únicamente la balanza de bienes y servicios.

Los valores estimados para la TCRBP se muestran en el Cuadro 4.3. Dichos resultados son consecuentes con los planteamientos que se había realizado desde el punto de vista teórico. En primer lugar, y como hecho más relevante, se concluye que la economía colombiana ha estado creciendo por encima de la tasa de equilibrio de la balanza de pagos (véase Cuadro 4.13), lo que implica que el desfase comercial (X-M) ha sido cubierto con el superávit de la cuenta financiera y las transferencias unilaterales (véase apartados 4.1 y 4.2). En esta medida, cuando dichos flujos se reduzcan, como ha venido sucediendo en los últimos años, la tasa de crecimiento (observada) tendría que acercarse a la de equilibrio; implicando un ajuste de carácter recesivo (véase Thirlwall, 1979).

En segundo lugar, dado que en el periodo de investigación la elasticidad ingreso de las importaciones (1.8) estimada es más alta que la elasticidad ingreso de las exportaciones (1.42), se confirma una de las razones estructurales por las cuales este país está abocado a continuos desequilibrios de la balanza comercial.

Cuadro 4.13. Estimación de la tasa de crecimiento de equilibrio de la balanza de pagos. Periodo 1991 - 2015

Estimaciones	Elasticidad ingreso de las importaciones (incluido efecto precio) (π)	Elasticidad precio de las importaciones (Ψ)	Elasticidad ingreso de las exportaciones (incluido efecto precio) (ϵ)	Elasticidad precio de las exportaciones (η)	Tasa de crecimiento medio de las exportaciones colombianas (x)	Tasa de crecimiento medio del PIB mundial (z)	Tasa de crecimiento del PIB observada (Y_b)
	1,803	-0,463	1,424	-0,069	5,00%	2,79%	3,66%
Elasticidad ingreso de las importaciones hipotética (x/Y_b)			1,367				
Tasa de crecimiento del PIB estimada Y_b^* (CRBP) - versión débil (x/π)			2,77%				
Diferencia entre la tasa estimada (Y_b^*) y la observada (Y_b) (en pp)			-0,88				
Tasa de crecimiento del PIB estimada Y_b^* (CRBP) - versión fuerte ($\epsilon^*/z/\pi$)			2,21%				
Diferencia entre la tasa estimada (Y_b^*) (versión fuerte) y la observada (Y_b) (en pp)			-1,45				
Razón de elasticidades (ϵ/π)			0,790				
Razón de crecimientos (Y_b/z)			1,309				
Sumatoria de las elasticidades precio ($\Psi + \eta$)			-0,532				

Fuente: elaboración propia

En cuanto al efecto precio, se concluye que no se cumple con la condición de Marshall-Lerner, dado que la sumatoria de las elasticidades es menor a la unidad (0.53), con lo cual, los efectos de la depreciación de la moneda no van a generar mayor dinamismo exportador. En consecuencia, al finalizar los periodos de auge e iniciar las fases de desaceleración de la economía, donde el tipo de cambio tiende a depreciarse, las exportaciones no van a ser capaces de jalonar el crecimiento del PIB. Esta situación se pudo evidenciar en la economía colombiana a finales de los 90, y posteriormente en el año 2014, donde, aún con la fuerte depreciación de la moneda (nominal y real), las exportaciones incluso tendieron a disminuir. Dicho fenómeno también sería el reflejo de que las exportaciones son mucho más sensibles a los términos de intercambio que a las variaciones del tipo de cambio real, como sucedió desde mediados de los 2000.

Al final, los resultados obtenidos dejan ver que el sector externo contribuiría más al crecimiento del PIB si se cumple uno de los dos requisitos, o los dos a la vez: un incremento de la elasticidad ingreso de las exportaciones o una reducción de la elasticidad ingreso de las importaciones; lo cual permitiría flexibilizar la restricción de la balanza de pagos. Para llegar hasta este punto, necesariamente, debe haber un cambio en el patrón de especialización productiva; algo sobre lo cual se ha insistido tanto en el Estructuralismo Latinoamericano

como en el Neoestructuralismo (véase Prebisch, 1949; Ocampo, 2001; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009).

Modelo extendido de la balanza de pagos

Una vez se evaluó la Ley de Thirlwall para la economía colombiana utilizando la cuenta de bienes y servicios (importaciones y exportaciones), es necesario incorporar otras fuentes que permiten el financiamiento externo; lo cual es consecuente con los aportes realizados por Thirlwall y Hussain (1982), McCombie y Thirlwall (1997), Moreno-Brid (1998; 2003), Elliott y Rhodd (1999) y Ferreira y Canuto (2003). En este sentido, de lo que se trata es de examinar la importancia de los flujos de capital en el crecimiento de la economía colombiana durante el periodo de investigación analizado, y sus efectos sobre la restricción externa. Para ese propósito, se agregan dos variables que han sido fundamentales dentro del análisis desarrollado hasta el momento, que son: los recursos de IED y las transferencias unilaterales. En el primer caso, como se advirtió en el capítulo 3, los recursos de IED se convirtieron en la principal fuente de financiamiento externo de la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015. Respecto a las transferencias unilaterales (ingreso secundario), su importancia radica en que dichas entradas fueron las que permitieron atenuar el déficit de la cuenta corriente; convirtiéndose así en la segunda fuente de financiamiento externo después de la IED (véase apartado 4.2).

Desde el punto de vista metodológico, lo que se hace es incorporar estas dos variables a la ecuación de exportaciones, y calcular nuevamente la elasticidad ingreso de esta variable. En el caso de la función de demanda de las importaciones, no tendría ningún tipo de modificación (véase Márquez, 2009). Lo que se espera de este ejercicio es que la elasticidad ingreso de las exportaciones se vea alterada y de esta manera obtener una tasa de crecimiento estimada mucho más cercana a la observada. Agregando las series de IED y transferencias unilaterales, la función de demanda de las exportaciones quedaría expresada de la siguiente manera:

$$\text{Log}X_t = \alpha + \varepsilon \text{Log}Z_t + \eta \text{LogITCR}_t + c \text{LogIED}_t + d \text{LogTRU}_t + \mu_t \quad [4.4.2.9]$$

Donde *LogX* es el logaritmo de las exportaciones totales (bienes y servicios) expresadas en dólares constantes de 2010; *Log Z* es el logaritmo del PIB mundial²³⁴, expresado en dólares constantes de 2010; *LogITCR* es el logaritmo del Índice de tipo de cambio real efectivo del peso colombiano (base 2010), *LogIED* es el logaritmo del saldo neto de la categoría funcional de IED, y *LogTRU* es el logaritmo del saldo neto de transferencias unilaterales, y μ_t es el término de error de la regresión²³⁵.

Al igual que en el cálculo de la TCRBP con los datos de la balanza de bienes y servicios, antes de pasar a examinar la relación de largo plazo entre las variables incorporadas en la ecuación 4.4.2.9, se determinó el orden de integración de las variables, aplicando las pruebas de raíces unitarias. Como se puede observar en el Tabla 4.12, a partir de las pruebas ADF y PP, las dos variables incorporadas son integradas de orden uno $I(1)$ ²³⁶. Esto quiere decir que dichas variables (Inversión Extranjera Directa y Transferencias Unilaterales) son no estacionarias en niveles, pero sí lo son en primeras diferencias.

²³⁴ Se tomó el PIB de Estados Unidos como una *proxy* del PIB externo porque este país es el principal socio comercial de Colombia, tal y como se mostró en el apartado 4.1.

²³⁵ La información fue obtenida de la base de datos del Banco Mundial (WDI).

²³⁶ Para el resto de variables, los resultados del análisis de integración se presentaron en la Tabla 4.1.

Siguiendo el mismo procedimiento descrito en los epígrafes A y B, inicialmente se realiza la regresión a partir del método de MCO y posteriormente se desarrollan las pruebas de cointegración, primeramente, con el método de Engle y Granger (1987), y luego con el test de Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990).

Tabla 4.12. Pruebas de raíces unitarias sobre IED y transferencias unilaterales

Prueba ADF							
Ho: la serie tiene raíz unitaria							
Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	
En nivel							
LogIED	-2,152	0,228	-4,086	0,019	0,429775	0,7991	I(1)
LogTRU	-0,798	0,801	-3,377	0,079	1,356	0,952	I(1)
En primeras diferencias							
Δ LogIED	-5,301	0,000	-5,188	0,002	-5,145	0,000	I(0)
Δ LogTRU	-3,983	0,006	-4,449	0,012	-3,982	0,0003	I(0)
Prueba PP							
Ho: la serie tiene raíz unitaria							
Variable	Intercepto		Intercepto y tendencia		Sin intercepto ni tendencia		Orden de integración
	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	Estadístico	p-valores*	
En nivel							
LogIED	-1,448	0,543	-2,253	0,442	2,801	0,998	I(1)
LogTRU	-0,971	0,747	-1,693	0,724	1,098	0,924	I(1)
En primeras diferencias							
Δ LogIED	-3,301	0,026	-3,320	0,086	-2,603	0,012	I(0)
Δ LogTRU	-4,111	0,004	-4,031	0,022	-4,091	0,000	I(0)

p-valores* McKinnon (1996)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

El resultado de la estimación a través del método de MCO se presenta en la siguiente ecuación (errores estándar en paréntesis).

$$\text{LogX} = - 6.793 + 1.257\text{LogPIB} - 0.066\text{LogITCR} + 0.017\text{LogIED} + 0.029\text{LogTRU} + \mu_t$$

(1.569) (0.12) (0.027) (0.011) (0.027) [4.4.2.10]

Como se puede ver en la Tabla 4.13, la ecuación 4.4.2.10 cumple con los requisitos básicos de un modelo de regresión.

Tabla 4.13. Resultados de los test de residuos sobre la ecuación de las exportaciones

Normalidad (Jarque-Bera)		Autocorrelación (Breusch-Godfrey)			Durbin-Watson	Heterocedasticidad (Breusch-Pagan-Godfrey)	
Estadístico	Probabilidad	Estadístico F	Prob. F	Prob. Chi-cuadrado	Estadístico	Estadístico F	Probabilidad
1,5427	0,4600	0,2507	0,780	0,7100	2,1300	0,7000	0,5954

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Una vez estimado el modelo de regresión por el método de MCO, se obtuvieron los residuos de la ecuación de exportaciones, lo cual permite aplicar la prueba señalada por Engle y Granger (1987) para determinar la existencia o no de una relación de largo plazo entre las variables. Para cumplir con este propósito, se utilizó la prueba ADF (sin contraste ni tendencia). El número de rezagos incluido en la prueba se definió a partir del criterio de información de Schwarz. Los resultados de la prueba de raíces unitarias se muestran en la Tabla 4.14, a partir de los cuales, se concluye que, efectivamente, las variables incorporadas en la ecuación 4.4.23 están cointegradas, descartando así que la regresión sea espuria.

Tabla 4.14. Prueba de raíces unitarias para la regresión de las exportaciones

Variable	Estadístico t	Valor crítico al 5%*
Residuos de la regresión	-6,3445	-3,34

*p-valores Davidson y MacKinnon (1993, tabla 20.2)

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Una vez se desarrolló el método señalado por Engle y Granger (1987), se procedió a aplicar el test de cointegración propuesto por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990), que es el que permite obtener, finalmente, la elasticidad ingreso de las exportaciones (modelo extendido). Al respecto, hay que tener en cuenta que ya se mostraron las pruebas de raíces unitarias, concluyendo que todas las variables incorporadas en la ecuación 4.4.2.9 tienen el mismo orden de integración.

Antes de continuar con el procedimiento descrito, se estableció el número de rezagos óptimos a incluir dentro del VAR. Una vez se estimó el VAR con las cinco variables incluidas dentro del modelo (ecuación 4.4.2.9), se determinó que el número de rezagos óptimos es de uno (1). Dicho cálculo se hizo utilizando los criterios de información descritos en el apartado 3.2. Posteriormente, se verificó el cumplimiento de las pruebas sobre los residuos sobre el VAR (1), las cuales se muestran en la Tabla 4.15.

Tabla 4.15. Resultado de los test de residuos sobre el VAR (1) de la ecuación de exportaciones

Normalidad (Cholesky)		Autocorrelación		Heterocedasticidad (joint test)	
Jarque-Bera (joint test)	Probabilidad	LM-stat	Probabilidad	Chi-sq	Probabilidad
11,6600	0,3083	15,8800	0,9100	150.55	0,4700

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Posteriormente, se aplicó el procedimiento de máxima verosimilitud que permite determinar el rango de cointegración. A partir de las pruebas de la traza y el máximo valor propio se determinó que existe un (1) vector de cointegración²³⁷. Los resultados se muestran en la Tabla 4.16.

Tabla 4.16. Prueba del rango no restringido de la traza y del máximo valor propio

Rango no restringido de la traza				
Rango	Valor propio	Estadístico de la traza	Valor crítico al 5%	Prob.**
$r = 0$ *	0,91	98,26	69,82	0,00
$r \leq 1$	0,54	39,23	47,86	0,25
Máximo valor propio				
Rango	Valor propio	Estadístico del máximo valor propio	Valor crítico al 5%	Prob.**
$r = 0$ *	0,91	59,03	33,88	0,00
$r \leq 1$	0,54	18,55	27,58	0,45

La prueba de la traza, y del máximo valor propio, indican que existe, al menos, un (1) vector de cointegración al 5%

* denota rechazo de la hipótesis nula al 5%

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-valores

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

²³⁷ La hipótesis nula (H_0) en los dos casos es que no existe una ecuación de cointegración al 5% de confianza.

Conocido el número de vectores de cointegración, se tiene la información que permite obtener la ecuación que muestra la relación de largo plazo entre las exportaciones, el PIB mundial, el ITCR, y las entradas netas tanto de la IED como de las transferencias unilaterales. La ecuación 4.4.2.11 muestra el vector de cointegración normalizado para la función de demanda de las exportaciones (en paréntesis los errores estándar).

$$\text{LogX} = -0.2018\text{LogIED} - 0.1259\text{LogITCR} + 2.1061\text{LogPIB} - 0.013\text{LogTRU} \\ (0.01801) \quad (0.04734) \quad (0.24476) \quad (0.05215) \quad [4.4.2.11]$$

Una vez se incorporaron las series de IED y las transferencias unilaterales, se obtuvo el nuevo coeficiente que representa la elasticidad ingreso de la demanda de las exportaciones; el cual se muestra en la ecuación 4.4.2.11. Como se esperaba, la elasticidad se incrementó respecto al modelo donde solamente se contemplaba la cuenta de bienes y servicios. A partir de este resultado, se procede a estimar nuevamente la TCRBP.

Con el propósito de evaluar la bondad del modelo estimado se procedió a examinar la relación entre la tasa de crecimiento económico estimada a partir de la Ley de Thirlwall y la tasa de crecimiento observada para cada uno de los años. Para este fin se aplicaron dos pruebas de cointegración (véase Britto, 2008). Con base en los valores que se muestran en la Tabla 4.17, se puede afirmar que las dos series muestran una relación de largo plazo y, por tanto, la estimación que se hizo a través de la Ley de Thirlwall es adecuada para explicar la tasa de crecimiento observada en la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación. Con el mismo fin se aplicó la prueba de Wald, que evalúa los coeficientes resultantes de la regresión de las dos series (véase Alonso, 1999). Lo que se concluye con esta prueba es que, desde el punto de vista estadístico, la constante no es diferente de cero y el parámetro de la serie estimada no es diferente de uno; haciendo que la serie estimada sea igual a la observada.

Tabla 4.17. Prueba de cointegración entre la TCRBP estimada y la TCRBP observada

Test de cointegración de Engle-Granger				
Ho: las series no están cointegradas				
Variable dependiente	<i>tan-statistic</i>	Prob*	<i>z-statistic</i>	Prob*
TCRBP estimada	-4,033	0,021	-20,175	0,014
TCRBP observada	-3,702	0,040	-17,695	0,033
Test de cointegración de Phillips – Ouliaris				
Ho: las series no están cointegradas				
Variable dependiente	<i>tan-statistic</i>	Prob*	<i>z-statistic</i>	Prob*
TCRBP estimada	-4,097	0,018	-19,583	0,017
TCRBP observada	-3,799	0,033	-18,212	0,028

*MacKinnon (1996) *p-values*

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Los resultados que se obtuvieron en el modelo extendido permiten ver que la TCRBP estimada (3.25%) es mucho más cercana a la observada durante el periodo de análisis²³⁸ (3.66%). Nuevamente, lo que se observa es que la economía colombiana creció por encima de aquella tasa que es compatible con el equilibrio de la balanza de pagos. Además, se confirma el hecho de que los flujos de capital que ingresaron a la economía colombiana, y en particular los de IED y las transferencias unilaterales, permitieron relajar la restricción externa

²³⁸ Respecto al modelo donde solamente se contemplaba la cuenta de bienes y servicios.

(véase Cuadro 4.14). Del mismo modo, se entiende que una vez se reduzcan los volúmenes de dichos capitales, particularmente en el caso de la IED, la tasa de crecimiento del PIB, indudablemente, tiene que ajustarse; lo que implica un menor crecimiento de la economía colombiana.

Cuadro 4.14. Estimación de la tasa de crecimiento de equilibrio de la balanza de pagos – modelo extendido. Periodo 1991 - 2015

Estimaciones	Elasticidad ingreso de las importaciones (incluido efecto precio) (π)	Elasticidad precio de las importaciones (Ψ)	Elasticidad ingreso de las exportaciones (incluido efecto precio) (ϵ)	Elasticidad precio de las exportaciones (η)	Tasa de crecimiento medio de las exportaciones colombianas (\bar{x})	Tasa de crecimiento medio del PIB mundial (z)	Tasa de crecimiento del PIB observada (Y_b)
	1,803	-0,463	2,100	-0,126	5,00%	2,79%	3,66%
Elasticidad ingreso de las importaciones hipotética (\bar{x}/Y_b)			1,367				
Tasa de crecimiento del PIB estimada Y_b^* (TCRBP) - versión débil (\bar{x}/π)			2,77%				
Diferencia entre la tasa estimada (Y_b^*) y la observada (Y_b) (en pp)			-0,88				
Tasa de crecimiento del PIB estimada Y_b^* (TCRBP) - versión fuerte (ϵ^*z/π)			3,25%				
Diferencia entre la tasa estimada (Y_b^*) (versión fuerte) y la observada (Y_b) (en pp)			-0,40				
Razón de elasticidades (ϵ/π)			1,165				
Razón de crecimientos (Y_b/z)			1,309				
Sumatoria de las elasticidades precio ($\Psi + \eta$)			-0,589				

Fuente: elaboración propia

Los resultados mostrados sobre la aplicación de la Ley de Thirlwall a la economía colombiana, en general, son coherentes con los estudios que se han realizado para otros periodos (más largos), tales como los de Thirlwall y Hussain (1982), López y Cruz (2000), Perraton (2003), García y Quevedo (2005) y Márquez (2006), quienes confirmaron la existencia de la restricción de la balanza de pagos en la economía colombiana. En el caso de Márquez (2006), para el periodo 1962 – 2002, la elasticidad ingreso estimada para la demanda de las exportaciones fue de 1.56, mientras la de las importaciones fue de 1.99. Dentro de este estudio dichos coeficientes fueron de 1.42 y 1.8²³⁹, respectivamente. A partir de esta información, se ratifica que la causa fundamental del desequilibrio externo de la economía colombiana se encuentra en el patrón de inserción comercial. Las entradas de capital lo único que hacen es relajar la restricción externa de manera transitoria. No obstante, una vez desaparecen las condiciones que favorecen el auge del financiamiento externo, la economía queda sujeta a un proceso de ajuste de sus cuentas externas.

Comparando los resultados encontrados dentro este estudio con las estimaciones de la TCRBP realizadas por Márquez (2006), se deduce que la influencia ejercida por los flujos de

²³⁹ Contemplando únicamente la balanza de bienes y servicios.

IED y las transferencias unilaterales sobre la tasa de crecimiento económico de la economía colombiana se ha incrementado. De hecho, las diferencias entre las versiones de la Ley de Thirlwall estimadas por Márquez (2006, p. 133), en realidad, terminan siendo muy pequeñas. En contraste, dentro de este estudio, hay un cambio significativo cuando se incorpora el modelo extendido. Con base en estos argumentos, se concluye que durante la fase de profundización de la apertura de la economía colombiana los flujos de capital han jugado un papel superlativo en el comportamiento de la restricción externa y, por esta vía, en la dinámica del PIB.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

Dentro del marco teórico propuesto para el desarrollo de esta investigación se afirmó que la VM de un país se manifiesta en la inestabilidad de sus principales agregados macroeconómicos, lo cual resulta del alto grado de exposición de la economía ante los efectos derivados de los *shocks* externos (comerciales y financieros). Desde la perspectiva de la economía real, tanto el patrón de especialización productiva como las características de la estructura económica son los factores que hacen que la economía sea más o menos vulnerable ante los eventos (exógenos) económicos adversos, que en el canal comercial están relacionados con las fluctuaciones tanto de los términos de intercambio como de la demanda externa (Guillaumont, 1999, 2005, 2010; CEPAL, 2001; Briguglio, 2003; Ocampo, 2008; Izquierdo *et al.*, 2008; Bielschowsky, 2009; Ffrench-Davis, 2010, 2015; Bielschowsky *et al.*, 2011; Pérez, 2015a; Abeles y Valdecantos, 2016; Valdecantos, 2016). Bajo estas premisas, se arguyó que existe un vínculo muy fuerte entre el modelo de inserción comercial y la inestabilidad macroeconómica (Cimoli, 2005; Ffrench-Davis 2010; Thirlwall, 2011; Ocampo, 2012; Titelman y Pérez, 2015). Teniendo en cuenta estos elementos, el principal objetivo de este capítulo fue establecer la conexión entre las fluctuaciones de las variables macroeconómicas con la vía externa de la VM, en este caso, a través del canal comercial (véase Esquema 2.1).

La hipótesis que se planteó para el desarrollo de este capítulo es la siguiente: **durante el periodo de referencia de esta investigación, la economía colombiana profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de los recursos naturales, que continúa siendo la causa fundamental del desequilibrio externo de este país (Hipótesis 2).**

Los mecanismos a través de los cuales el canal comercial terminó afectando la VM de Colombia durante el periodo de tiempo estudiado se presentan en el Esquema 4.1. Como se puede observar, el punto de partida son los términos de intercambio (TIN). Como se ha recalcado a lo largo de este capítulo, esta es una variable determinante en el modelo de inserción comercial de la economía colombiana.

Los efectos del comportamiento de los TIN se evidencian a través del impacto ocasionado tanto en la estructura de las exportaciones como en el tipo de cambio. Sobre el primer punto, durante el periodo de investigación analizado, se concluye que la economía colombiana profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de recursos naturales, lo cual se evidenció en el incremento de la concentración de las exportaciones de este tipo de bienes (respecto a 1990), que a su vez siguieron dependiendo del comportamiento favorable de los precios.

En el caso del tipo de cambio, lo que se pudo mostrar es que la prevalencia de la apreciación de la moneda se explicó por la combinación de los ciclos de financiamiento externo y los

ciclos comerciales. En la década de los 90 prevaleció el primer factor, entretanto, en la década de los 2000 (hasta 2015), la mezcla de los mayores flujos de capital, así como el comportamiento favorable de los términos de intercambio, llevaron a que el tipo de cambio se apreciara tanto en términos nominales como reales.

El efecto conjunto de la dinámica del tipo de cambio como de los términos de intercambio se hizo visible en las características de las exportaciones, que en el transcurso del periodo se concentraron cada vez más en productos de bajo contenido agregado, en detrimento de aquellos bienes con mayor elaboración. Por tanto, la economía colombiana perdió competitividad tanto desde el punto de vista cambiario (por la apreciación real de la moneda) como por las características de los bienes exportados.

A partir del comportamiento del tipo de cambio como de las exportaciones, se puede afirmar que estas variables generaron un efecto procíclico en la economía colombiana, tal y como se había previsto en el marco teórico (ver Capítulo 2). Este fenómeno se deduce de las características del ciclo económico de este país, donde los periodos de auge de la economía coincidieron, por una parte, con las fases en las cuales los términos de intercambio resultaron ampliamente favorables, y por otra, con la apreciación de la moneda. Además, dicho efecto resultó mayor cuando los ciclos comerciales coincidieron con los ciclos de financiamiento externo; tal y como sucedió desde mediados de la década de los 2000. En las fases de desaceleración de la economía colombiana sucedió lo contrario.

Respecto a la relación entre el canal comercial y la inestabilidad real, la principal conclusión es que la prevalencia del patrón de especialización productiva está directamente relacionada con los desequilibrios que mostró la economía colombiana; particularmente en la cuenta corriente y en el tipo de cambio (véase Esquema 4.1). En el primer caso, lo que se pudo observar es que este país no fue capaz de generar un superávit de la balanza comercial (bienes y servicios), dado que el crecimiento de las exportaciones se dio a la par con el de las importaciones; incluso en el lapso del llamado *boom* de las materias primas. Esta situación se dio tanto en la década de los 90 como en los 2000. Así pues, como no se ha modificado la composición de las exportaciones y las importaciones, como lo advierten Prebisch (1949) y Cimoli (2005), esta continúa siendo la fuente primaria del desequilibrio externo. Además del déficit de la balanza comercial, como resultado del crecimiento de las rentas factoriales generadas tanto por la IED como por la IC, especialmente durante la década de los 2000, la cuenta corriente siguió acumulando un saldo negativo que se prolongó hasta el año 2015.

En términos generales, la dinámica de la cuenta corriente durante el periodo de referencia de esta investigación se explica por dos factores: por la persistencia del saldo deficitario de las rentas factoriales, algo que no ha cambiado con la apertura, pero que sí tendió a incrementarse desde mediados de la década de los 2000, y por el déficit de la balanza comercial, especialmente a mediados de los 90 y, posteriormente, desde el año 2007. Un componente que contribuyó a atenuar el déficit de la cuenta corriente fueron las transferencias unilaterales (ingreso secundario), especialmente desde finales de los 90, que a la postre se convirtieron en la segunda fuente de financiamiento externo para la economía colombiana después de la IED.

Un hecho que llama la atención es la relación entre la IED, que fue la principal fuente de financiamiento externo de la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación, y el déficit de la cuenta corriente. Así entonces, se podría decir que el superávit de la cuenta financiera terminó “financiando” el pago de las rentas de la inversión. Como resultado de este hallazgo, hay más cuestionamientos hacia los efectos que realmente genera

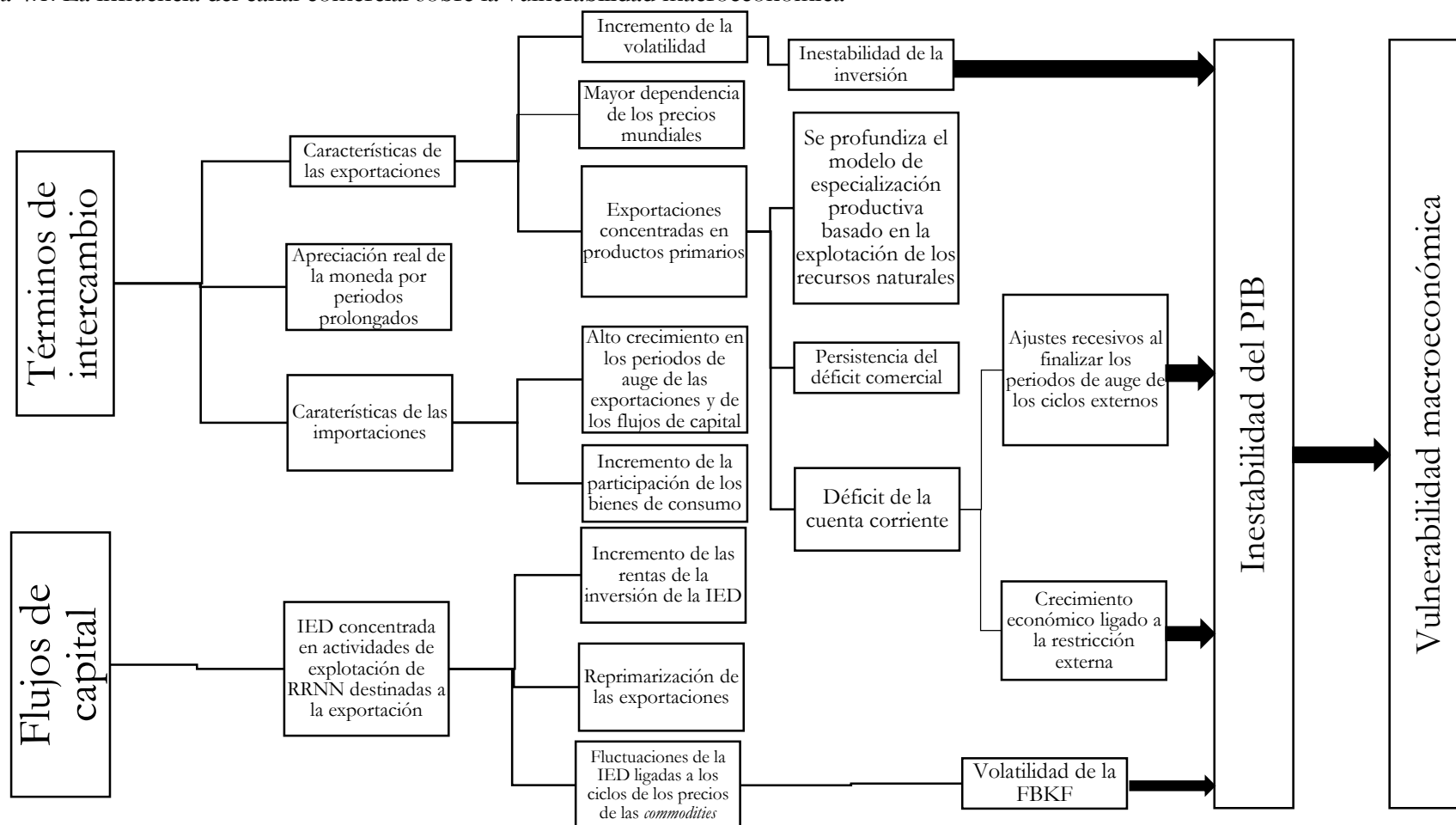
la IED, al menos si se destinaron, como en el caso colombiano, a sectores muy rentables donde los inversionistas pudieron obtener grandes beneficios a corto y mediano plazo, que a su vez generaron una mayor presión sobre el saldo de la cuenta corriente. De esta manera, aunque la mayor entrada de capitales desde inicios de los 90, inicialmente, puede ser positiva, lo cierto es que la economía colombiana sigue transfiriendo recursos (netos) hacia el exterior. Este hallazgo es una contribución importante de esta investigación, en el sentido de la inestabilidad que genera la IED sobre las variables reales; que es un aspecto que no se había previsto desde el planteamiento teórico.

Buscando ahondar en la conexión que existe entre crecimiento de largo plazo y el desequilibrio externo (Prebisch, 1949; Cimoli, 2005; Rodríguez, 2006; Bielschowsky, 2009; Thirlwall, 2011), se hizo una aplicación de la Ley de Thirlwall a la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado. Como resultado general, la aproximación por esta vía mostró que la economía colombiana durante la fase aperturista se expandió por encima de la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de la balanza de pagos. Este fenómeno fue posible en el marco de una gran afluencia de capitales tanto en la década de los 90 como en los 2000. Esto quiere decir que la economía colombiana logró relajar su restricción externa por la vía del endeudamiento (externo). Como se deriva del mismo planteamiento de Thirlwall (1979, 2011), el problema de crecer por encima de la tasa de equilibrio está en que una vez desaparezcan los componentes que amplían la restricción externa, la economía debe ajustar el crecimiento del PIB, es decir, ralentizar la expansión del producto (ajustes recesivos); que es lo que ha venido sucediendo en la economía colombiana durante los últimos años.

A partir de los argumentos señalados, la relación entre el canal comercial y la inestabilidad real fue muy estrecha. Dicho fenómeno se observó en la persistencia de grandes desequilibrios macroeconómicos. La razón principal está en que los desajustes externos que se generan en los periodos de auge tienen consecuencias en términos de la VM, fundamentalmente por la necesidad de reducir el exceso de gasto, que al final termina ocasionado un efecto recesivo sobre la economía (véase French-Davis, 2010).

De acuerdo a los argumentos esbozados, dado que no se ha modificado el modelo de inserción comercial de la economía colombiana, esta continúa siendo la causa fundamental del desequilibrio externo. Dichos elementos son consecuentes con la hipótesis que se planteó para este capítulo.

Esquema 4.1. La influencia del canal comercial sobre la vulnerabilidad macroeconómica



Fuente: elaboración propia

CAPÍTULO 5. LA POLÍTICA ECONÓMICA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA

Dentro del marco teórico propuesto dentro de esta investigación se identificaron las dos vías a través de las cuales se desencadena la VM, que son: la externa y la interna (véase Esquema 2.1). El estudio de la vía externa, que es donde realmente nace la VM, comprende el análisis de los efectos de los *shocks* externos, tanto comerciales como financieros, sobre los principales agregados macroeconómicos. Entretanto, el examen de la vía interna está relacionado con el manejo de los instrumentos de política económica. Una vez se evaluó el componente externo de la VM (Capítulos 3 y 4), es el momento de abordar el papel que ha jugado la política económica.

Siguiendo el Esquema 2.1, la influencia de la política económica dentro de la VM de un país se ve reflejada en las decisiones que toman los gobiernos en materia fiscal, monetaria y cambiaria. Desde el punto de vista teórico, lo que se planteó es que las medidas de política económica en los países en desarrollo, bien sea por el tipo de objetivos que se fijan las autoridades o por el espacio con que cuentan para tomar sus decisiones (*policy space*), de manera directa o indirecta, en vez de paliar los efectos desestabilizadores ocasionados como resultado de los *shocks* externos, terminan exacerbándolos (CEPAL, 2001; Ocampo y Ffrench-Davis, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2011, 2012; Pérez, 2015a). Bajo este presupuesto, la gestión gubernamental asume una posición procíclica, bien sea porque las decisiones de las autoridades sean deliberadas en este sentido, o porque tienen objetivos diferentes a la estabilidad macroeconómica real, que es uno de los factores fundamentales para explicar la VM de un país.

Lo que se esperaría en las economías en desarrollo, que están sujetas a la dominancia de la balanza de pagos y a los efectos de la restricción externa, es que la política económica contribuya a mitigar los choques de oferta (Thirlwall, 1979; Agénor y Montiel, 2000; Ocampo, 2011, 2012), siguiendo un patrón de manejo anticíclico (Ocampo, 2011, 2012). No obstante, como se advirtió en el Capítulo 2, debido a las asimetrías existentes en el ordenamiento económico y financiero internacional (Ocampo y Ffrench-Davis, 2001; CEPAL, 2001, 2002; Ocampo, 2011), esto no ha sucedido. En esta medida, la política fiscal así como la monetaria y la cambiaria se convierten en factores determinantes a la hora de explicar la inestabilidad real de estas economías; y, por tanto, su nivel de VM²⁴⁰.

Para los propósitos de este estudio, lo que se termina evaluando es si el gobierno, a través de los instrumentos de política económica, es capaz de corregir los sesgos procíclicos inducidos por los *shocks* externos, o, por el contrario, termina amplificándolos. Como se verá más adelante, las hipótesis planteadas dentro de esta investigación apoyan la segunda tesis.

Desde el punto de vista metodológico, para cumplir con los objetivos de este capítulo, se pasa del análisis del comportamiento de los agregados macroeconómicos y las consecuencias que sobre estos generan los *shocks* externos, que fue lo que se hizo en los capítulos 3 y 4, a evaluar la posición asumida por las autoridades frente a la dinámica de los mismos a través de los instrumentos de política económica.

Para el desarrollo de este capítulo se plantean tres hipótesis:

²⁴⁰ Para la CEPAL (2012, 2014), hay un vínculo muy estrecho entre el manejo de la política económica y la evolución de la estructura productiva, que es, al final, una fuente endógena de la VM. Así pues, por la vía de la demanda agregada, la política económica incide en el grado de uso de la capacidad productiva, y, por tanto, en el crecimiento económico de un país.

Hipótesis 3. En el periodo 1990 – 2015, la posición de la política fiscal fue de carácter procíclico, lo que terminó exacerbando la vulnerabilidad e inestabilidad macroeconómicas de la economía colombiana.

Hipótesis 4. El hecho de que el Banco de la República haya tenido como objetivo fundamental el control de la inflación generó un resultado procíclico en la economía colombiana, amplificando de esta manera los efectos adversos derivados de los *shocks* externos.

Hipótesis 5. Las medidas de política cambiaria adoptadas por el Banco de la República no influyeron en la trayectoria del tipo de cambio, con lo cual, dicha institución no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos derivados del comportamiento de esta variable.

Para cumplir con los objetivos señalados, este capítulo se encuentra organizado en tres apartados. En el primer apartado se aborda el análisis de la política fiscal, donde el objetivo primordial es identificar la posición cíclica que adoptaron las autoridades económicas en el manejo de este instrumento, que, desde una lógica keynesiana y poskeynesiana, muy cercana a los planteamientos de la MD, debería ser la herramienta fundamental para lograr la estabilidad macroeconómica de un país (ver apartado 1.3). En el segundo apartado se emprende el estudio de la política monetaria, donde lo que se busca es determinar si las medidas del Banco de la República han contribuido a suavizar el ciclo económico (estabilidad real), o, por el contrario, se han convertido en una fuente adicional de inestabilidad macroeconómica. En el último apartado, el objetivo fundamental es calificar la posición adoptada por el Banco de la República frente a la trayectoria del tipo de cambio.

A partir de los elementos esbozados hasta el momento, es importante aclarar que la decisión de separar el análisis de la política monetaria y la cambiaria solamente se justifica por razones didácticas. Por lo demás, como se verá más adelante, estos dos instrumentos de política económica están estrechamente vinculados.

5.1. LA POLÍTICA FISCAL

El objetivo de este apartado es determinar la posición cíclica de la política fiscal en Colombia durante el periodo 1990 – 2015. Para cumplir este propósito, este apartado se encuentra organizado de la siguiente manera. En la primera parte se presenta una breve revisión de la literatura acerca de la importancia y los efectos del manejo de la política fiscal sobre los principales agregados macroeconómicos, lo cual permite establecer el vínculo entre la gestión fiscal y la vulnerabilidad y la inestabilidad macroeconómica. En la segunda parte se hace una breve descripción sobre algunos indicadores fiscales para la economía colombiana dentro del periodo de tiempo analizado. Culminado este punto, en la tercera parte se presentan las principales referencias metodológicas. En la cuarta parte se detallan los resultados obtenidos desde a partir del análisis empírico, las cuales permiten emitir un dictamen acerca de la posición cíclica de la política fiscal dentro del periodo de investigación de referencia. Desde el punto de vista metodológico, se utilizan varios indicadores, pasando desde instrumentos de naturaleza descriptiva hasta llegar a una definición formal de la función de reacción fiscal. En esta parte, también se presenta una discusión con los resultados obtenidos en otras investigaciones tanto para el caso colombiano como para el latinoamericano. En la última parte se esbozan las conclusiones más relevantes de este apartado.

5.1.1. ¿Por qué es importante la posición de la política fiscal y cuáles son los indicadores para medirla?

En el capítulo 2 de esta investigación se advirtió que el manejo de la política fiscal en los países en desarrollo se hace más complejo en la medida que los *shocks* externos (comerciales y financieros) afectan el espacio de la política económica (*policy space*) y su rol como mecanismo de estabilización y/o ajuste (Ffrench-Davis, 2008; Jiménez y Fanelli, 2009). Como consecuencia, el espacio fiscal en este tipo de países termina ligado a los ciclos comerciales y los financieros, adoptando así un sesgo procíclico (Ocampo, 2007b; Jiménez y Fanelli, 2009).

La orientación de la política fiscal sería aún peor en aquellas fases donde la economía se desacelera (carácter asimétrico), haciendo que la estabilización recaiga en los instrumentos de la política monetaria y cambiaria; donde perfectamente se puede dar un conflicto de objetivos (Ffrench-Davis, 2008). Al final, la política fiscal en las economías en desarrollo termina siendo muy expansiva en las fases de auge y demasiado restrictiva e ineficiente durante los periodos recesivos (Gavin y Perotti, 1997; Ocampo, 2002, 2007b, 2012; Kaminsky *et al.*, 2004; Ffrench-Davis, 2005, 2008).

Sobre las razones que explican el sesgo procíclico de la política fiscal, especialmente en las economías en desarrollo, hay varias referencias dentro de la literatura. En primer lugar, como se ha mencionado, dicha manera de actuar por parte de las autoridades tiene que ver con la existencia de una serie de asimetrías en el sistema económico y financiero internacional, las cuales terminan limitando el espacio de actuación (*policy space*) de los gobiernos de este tipo de países (véase Ocampo y Ffrench-Davis, 2001; CEPAL, 2001; Ocampo, 2011).

Un segundo fenómeno que ayuda a explicar el sesgo procíclico de la política fiscal es el llamado efecto voracidad, donde los grupos de interés presionan a los gobiernos para que incrementen el gasto público durante las fases de auge de la economía, con lo cual, no se genera un ahorro fiscal suficiente que se pueda utilizar durante los periodos de desaceleración de la economía (véase Gavin y Perotti, 1997).

Un tercer factor que explica la postura de los gobiernos frente al ciclo económico tiene que ver con las asimetrías en el acceso al endeudamiento a las cuales se enfrentan las economías en desarrollo. Así, mientras en el auge los gobiernos tienen una gran disponibilidad de financiamiento, en los periodos de desaceleración de la economía terminan enfrentándose a los efectos de la restricción del crédito; reduciendo su capacidad de intervención en la economía (véase Gavin y Perotti, 1997; Kaminsky *et al.*, 2004).

Una razón adicional que explicaría el sesgo procíclico de la política fiscal tiene que ver con la posición que asumen los agentes externos, representados tanto en los prestamistas como en las entidades multilaterales (FMI, Banco Mundial etc.). Así, mientras en las fases de bonanza de la economía dichos agentes contribuyen para que haya una mayor disponibilidad de recursos para este tipo de países, durante los periodos de ralentización del crecimiento económico, e incluso en las crisis, entran a presionar a los gobiernos para que realicen una serie de ajustes que garanticen la sostenibilidad fiscal; lo que implica corregir precipitadamente los desequilibrios ocasionados al finalizar los periodos de auge de la economía (véase también Kaminsky *et al.*, 2004). Al final, lo que les interesa a dichos agentes es que se garantice el pago de la deuda pública, tanto interna como externa. Dicho mecanismo, nuevamente, resta recursos para que los gobiernos utilicen las herramientas fiscales con un propósito contracíclico.

Además de las razones esbozadas anteriormente, habría otra serie de fenómenos que también contribuyen a explicar la posición procíclica en el manejo de la política fiscal, tales como: los problemas institucionales, la corrupción, las normas fiscales etc. (véase Toro y Lozano, 2007).

Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, el problema que se deriva del hecho de que las autoridades no utilicen la política fiscal con un propósito contracíclico es que, al final, terminan exacerbando los efectos negativos generados como resultado de los *shocks* externos, y, en esta medida, dicha herramienta se convierte en una fuente de inestabilidad macroeconómica; haciendo que la economía se vuelva más vulnerable ante la eventualidad de algún tipo de evento exógeno.

Lo que se ha advertido desde el enfoque keynesiano es que, así como la política fiscal puede ayudar a suavizar el ciclo económico (asumiendo una posición contracíclica), e incluso acelerar el crecimiento de la economía, este instrumento de política económica también se puede convertir en una fuente de volatilidad macroeconómica, por los efectos que el manejo de esta herramienta genera sobre el PIB a través tanto del consumo como de la inversión. En este sentido, son varios los estudios que advierten acerca de lo pernicioso que resulta la volatilidad del PIB en términos del crecimiento económico (véase Ramey & Ramey, 1995; Loayza & Raddatz, 2007; Larraín y Parro, 2008; Ffrench-Davis, 2010; Pineda & Cárcamo-Díaz, 2013; Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015). Por tanto, la política fiscal también estaría contribuyendo a ahondar este fenómeno.

A partir de los argumentos presentados hasta el momento, la relación entre la gestión fiscal y la inestabilidad macroeconómica es manifiesta. Desde el punto de vista teórico, la posición de la política fiscal, tanto en términos del gasto como de los impuestos, es importante ya que incide en los niveles y volatilidad tanto del consumo como de la inversión, afectando de esta manera el comportamiento de la demanda agregada y del PIB (Talvi y Végh, 2005; Martner, 2007; Toro y Lozano, 2007; Ilzetzki y Végh, 2008; Lozano, 2009; CEPAL, 2012, 2014). Además, dada la relación entre los ciclos económicos y los ciclos de financiamiento externo en las economías en desarrollo (véase Capítulo 3), la expansión del gasto público puede afectar la tasa de crecimiento económico compatible con el equilibrio de la balanza de pagos, y, por tanto, llevar a la acumulación de pasivos que será necesario ajustar cuando las condiciones que favorecieron el auge desaparezcan (CEPAL, 2012, 2014).

Frente a la posición que debe adoptar la política fiscal frente al ciclo económico, hay varios planteamientos dependiendo del enfoque, ya sea neoclásico o keynesiano²⁴¹ (véase Gavin y Perotti, 1997; Talvi y Végh, 2005; Martner, 2007; Ilzetzki y Végh, 2008; Lozano, 2009). Mientras en el primer caso la política fiscal debería ser acíclica, dejando el peso sobre los estabilizadores automáticos, sin requerir una acción discrecional de los gobiernos, desde una óptica keynesiana, la política fiscal debería adoptar una posición contracíclica, lo que quiere decir que en las fases de auge (crisis), además del papel que pueden jugar los estabilizadores automáticos, hay que incrementar (reducir) el recaudo y reducir (aumentar) el gasto, lo cual permitiría actuar a los gobiernos tanto en las fases recesivas como en las contractivas; contribuyendo de esta manera a la estabilización del producto.

Ahora bien, más allá del debate sobre cuál debería ser la posición de la política fiscal dentro de un país, otro tema muy importante es cómo determinarla. En varios estudios se ha abordado este tema y en cada caso las definiciones son muy variadas (véase Kaminsky *et al.*,

²⁴¹ Serían los dos extremos. No obstante, la mayoría de países terminan actuando en puntos intermedios.

2004; Martner, 2007; Lozano *et al.*, 2013; Klemm, 2014). En principio, hay una controversia sobre el nivel de gobierno que se debe analizar, si es el Gobierno Central (GC), el nivel descentralizado o territorial, o el Sector Público en general. También se discute si el análisis se debe hacer desde la perspectiva del gasto, de los ingresos o del balance fiscal; e incluso con las tasas impositivas.

Desde la óptica del gasto se propone el uso de diferentes variables, tales como: gasto total, gasto corriente, gasto primario, gasto en infraestructura etc. (véase, por ejemplo, Gavin y Perotti, 1997; Kaminsky *et al.*, 2004; Talvi y Végh, 2005; Clements *et al.*, 2007; Ilzetzki y Végh, 2008; Ocampo, 2011; Lozano *et al.*, 2013). Y en algunas propuestas también se llega a utilizar el gasto de consumo²⁴² (véase Kaminsky *et al.*, 2004; Lozano *et al.*, 2013). En otros planteamientos, la variable de referencia es el saldo de la deuda pública (Martner, 2007). Y, por último, otros estudios plantean la utilización del balance fiscal, con diversas definiciones: balance primario, balance total etc.; cuyo análisis se extiende a partir de la separación del componente estructural y cíclico de dicho indicador (Martner, 2007; Toro y Lozano, 2007; Lozano, 2009; Klemm, 2014). Ya en el plano cuantitativo, también se proponen varios métodos para la estimación de los indicadores que al final se usan para la definición de la posición cíclica de la política fiscal.

Una vez se presentó una breve revisión sobre los indicadores utilizados para determinar la posición cíclica de la política fiscal, es momento de esbozar la metodología que se va a utilizar dentro de esta investigación. Siguiendo los planteamientos de Kaminsky *et al.* (2004) e Ilzetzki y Végh (2008), la posición de la política fiscal es posible medirla evaluando las medidas discrecionales y no los resultados, como puede ser el caso del balance fiscal. Por esta razón, la evaluación que se hace en este apartado se desarrolla, fundamentalmente, a partir del gasto (en distintas definiciones). No obstante, también se presenta este ejercicio utilizando otras variables como el déficit fiscal y el saldo de la deuda pública²⁴³.

Antes de pasar a evaluar la posición cíclica de la política fiscal, se presenta una breve descripción de algunos indicadores fiscales de la economía colombiana durante el periodo de tiempo analizado. Sobre este tema, es importante advertir que la finalidad de este ejercicio no es realizar un análisis exhaustivo de las características de la política fiscal colombiana. Más bien, de lo que se trata es mostrar un panorama general de la dinámica fiscal dentro del periodo de investigación de referencia; identificando algunos de los cambios más relevantes.

5.1.2. El desempeño fiscal de Colombia en el periodo 1990 – 2015

El objetivo de este subapartado es hacer una breve descripción de los resultados fiscales alcanzados por Colombia a lo largo del periodo de investigación estudiado. Para el análisis, se toman los datos del Gobierno Nacional Central (GNC), lo cual se justifica por varias razones: la primera es que este es el nivel de gobierno que se considera con mayor nivel de discrecionalidad, medido tanto por su capacidad de recaudar ingresos, así como el nivel de gastos (véase Lozano, 2009). En segundo lugar, la disponibilidad de información es mucho más desagregada que en el caso del Sector Público no Financiero (SPNF)²⁴⁴. En tercer lugar,

²⁴² Tomado de las cuentas nacionales.

²⁴³ Este indicador se utiliza en las publicaciones de la CEPAL y, por tanto, puede servir como criterio de comparación (véase, por ejemplo, CEPAL, 2012, 2014).

²⁴⁴ Esta sería una medida del gobierno general o del sector público consolidado. Para el Banco de la República, el SPNF incluye al gobierno nacional central, las entidades de la seguridad social, el sector eléctrico, los establecimientos públicos nacionales, el sector público regional y local, las empresas municipales y departamentales, entre otras entidades (consultado el 8 de diciembre de 2017 <http://www.banrep.gov.co/es/node/37503>).

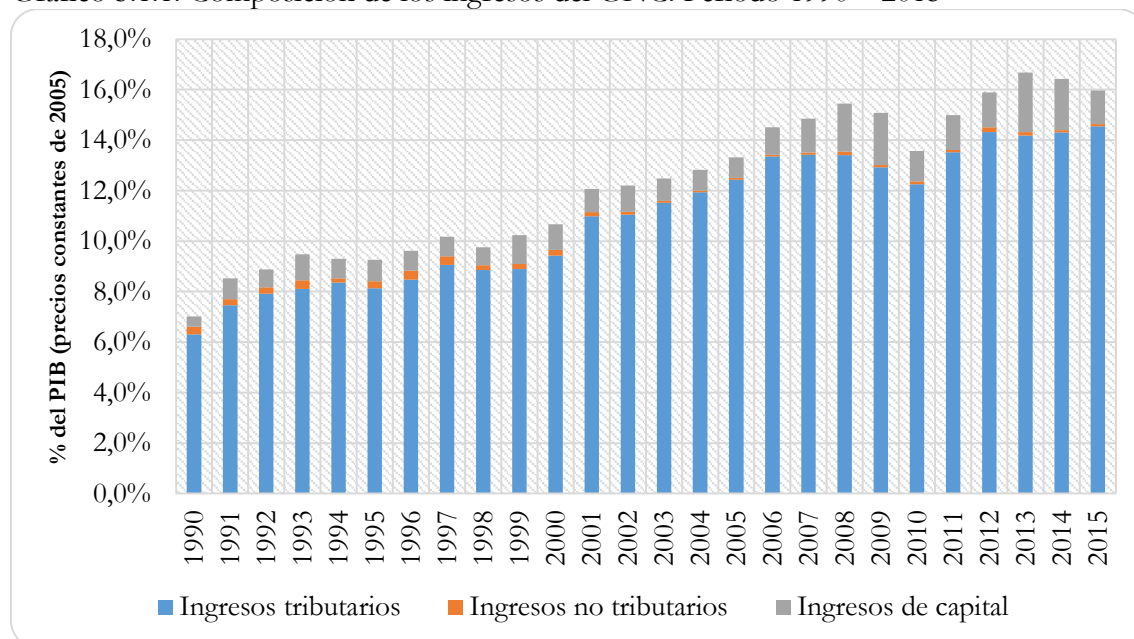
la mayoría de estudios referenciados hasta el momento utilizan como base la información del GNC (véase, por ejemplo, Toro y Lozano, 2007; Ilzetzki y Végh, 2008; Lozano, 2009; Ocampo, 2011; CEPAL, 2014), con lo cual, habría un criterio de comparación.

Siguiendo la estructura presupuestal, en la primera parte se analiza la dinámica de los ingresos, posteriormente se hace una revisión de los gastos, y por último se describe el comportamiento del balance fiscal²⁴⁵.

A. Ingresos fiscales

En el Gráfico 5.1.1 se muestra la composición de los ingresos recaudados por el GNC durante el periodo 1990 – 2015²⁴⁶. Como se puede observar, la mayor parte los ingresos son de naturaleza tributaria, que a lo largo del periodo de análisis representaron, en promedio, el 88,1% del total. Dentro de los ingresos tributarios, los rubros más representativos corresponden al impuesto de renta, el impuesto al valor agregado (interno y externo), el gravamen a los movimientos financieros (desde 1999), el impuesto a la riqueza (desde 2002) y la contribución sobre la renta para la equidad CREE²⁴⁷ (desde 2013).

Gráfico 5.1.1. Composición de los ingresos del GNC. Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, Departamento Nacional de Planeación (DNP) y el Banco de la República

Más allá de la discusión sobre el grado de progresividad de la estructura tributaria, lo más destacable desde la perspectiva de esta investigación es el crecimiento de la participación de los ingresos tributarios en el PIB (véase Cuadro 5.1.1); particularmente desde inicios de la década de los 2000. En términos reales, se pasó de una contribución media del 8,2% (en % del PIB) entre 1990 y 1999, a un promedio del 12,7% entre 2000 y 2015. Dicha participación se ha ido incrementando hasta llegar a una media del 14,3% entre 2012 y 2015²⁴⁸. Para

²⁴⁵ La información presentada está expresada en términos reales, utilizando el deflactor del PIB (año base 2005).

²⁴⁶ Dentro de la composición de los ingresos, no están contempladas las contribuciones a la seguridad social.

²⁴⁷ Creado mediante la Ley 1607 de 2012.

²⁴⁸ En el contexto internacional, e incluso a nivel latinoamericano, el grado de presión fiscal de Colombia continúa siendo muy bajo (CEPAL, 2014).

entender esta dinámica, hay que tener en cuenta varios factores, entre ellos, el desempeño del PIB, que ha permitido, especialmente en los últimos años, ampliar la base tributaria. Además, es importante destacar las reformas tributarias que se han realizado a lo largo del periodo, especialmente hacia finales de la década de los 90, donde se buscó incrementar el recaudo de ingresos, no solamente para el GNC sino también para las entidades territoriales (véase Lozano, 2009).

Cuadro 5.1.1. Tasa de crecimiento medio (real) y volatilidad de los ingresos del GNC. Periodo 1990 – 2015

Indicador	Concepto de ingreso	Periodo			
		1990 – 1999	2000 – 2015	2005 - 2015	1990 – 2015
Tasa de crecimiento medio	Ingresos totales	6,8%	7,0%	6,7%	6,9%
	Ingresos tributarios	5,8%	7,4%	6,5%	6,8%
	Ingresos de capital	15,3%	5,2%	9,4%	8,7%
Desviación estándar de la tasa crecimiento medio	Ingresos totales	7,3%	6,1%	7,0%	6,6%
	Ingresos tributarios	7,2%	5,7%	5,8%	6,4%
	Ingresos de capital	40,8%	29,2%	33,2%	143,7%
Coeficiente de variación de la tasa crecimiento medio	Ingresos totales	1,04	0,84	1,00	0,92
	Ingresos tributarios	1,20	0,75	0,87	0,91
	Ingresos de capital	1,92	3,23	2,29	2,56

Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, Departamento Nacional de Planeación (DNP) y el Banco de la República

La influencia de los ciclos externos, y particularmente del canal comercial, sobre los ingresos tributarios fue muy evidente durante el periodo de referencia de esta investigación, especialmente en la fase marcada por el *boom* de las *commodities*. Dicho efecto se pudo observar tanto en los impuestos directos como en los ingresos de capital. En este último caso, a través de la participación que tiene el Estado en las utilidades de las empresas públicas (especialmente en Ecopetrol). El fenómeno descrito se puede observar en el Gráfico 5.1.2, donde se muestra la evolución de la renta de los recursos naturales (% del PIB), sobre las cuales el Estado tiene una importante participación²⁴⁹. Para el caso colombiano, estos recursos representaron una media del 4.9% del PIB entre 1990 y 2015, que se incrementó hasta el 6.8% en el periodo del *boom* de los precios de las materias primas (2004 – 2013), alcanzando el máximo porcentaje en el año 2011 (9.3%)²⁵⁰.

Los ingresos de capital²⁵¹ también resultaron significativos durante el periodo 1990 – 2015 (véase Gráfico 5.1.1). De hecho, en promedio, representaron el 1.1% del PIB, es decir, un 8,9% de los ingresos totales. Entre 2004 y 2015, dichos porcentajes fueron del 1.5% y 9.6% respectivamente. Además, se destaca que el crecimiento medio anual de los ingresos de capital (8.7%) estuvo por encima del incremento reportado por los ingresos totales (6.9%) y

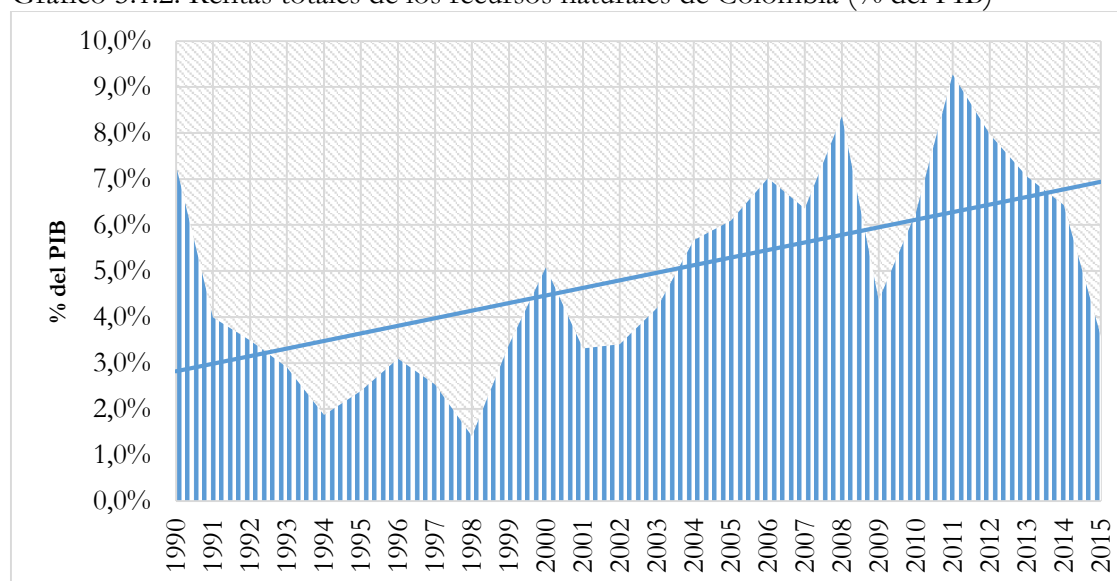
²⁴⁹ La renta de los recursos naturales se define como la diferencia entre el precio de mercado del bien en el mercado internacional y los costos de producción (Campodónico, 2008). La participación del Estado en dicha renta se da a través de múltiples vías, que pueden ser directas en el caso del impuesto de renta, indirectas, cuando hay impuestos al consumo, a través del pago de regalías (*royalties*), y en otros casos, como el de Colombia, por medio de la participación del Estado en las empresas públicas, siendo la más importante Ecopetrol (véase Portillo, 2015).

²⁵⁰ De acuerdo con las estadísticas del Ministerio de Hacienda, los ingresos petroleros representaron una media del 2.24% del PIB dentro del presupuesto del GNC en el subperiodo 2011- 2015, lo que equivale al 13.8% del mismo.

²⁵¹ Dentro de los ingresos de capital se agruparon, principalmente, los fondos especiales, los rendimientos financieros totales, y los excedentes financieros de las empresas donde tiene participación el Estado (GNC).

los tributarios (6.8%). Ahora bien, por las características de los mismos, esta fuente de recursos terminó siendo la más volátil dentro de la estructura de ingresos del GNC (véase Cuadro 5.1.1).

Gráfico 5.1.2. Rentas totales de los recursos naturales de Colombia (% del PIB)



Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial (WDI)

La mayor parte de los ingresos de capital correspondieron a los excedentes financieros de Ecopetrol, cuya contribución, entre 2000 y 2015, fue del 72% del total (además del aporte que hace en términos de la renta de sociedades). Dentro de los ingresos de capital, también se cuenta con los recursos provenientes de las privatizaciones, que reportaron un flujo de ingresos significativo tanto en la década de los 90 como en los 2000²⁵².

B. Gasto público

Desde el punto de vista metodológico, el análisis del gasto público es muy relevante dentro de esta investigación porque esta variable es la referencia más importante para determinar la posición cíclica de la política fiscal. Además, hay que tener en cuenta que para las economías en desarrollo el gasto público es el principal instrumento de redistribución, ya que esta no opera por la vía de los ingresos (CEPAL, 2014). Dicho fenómeno se explica porque la presión fiscal en este tipo de países continúa siendo muy baja (comparada con los países desarrollados).

En el Gráfico 5.1.3 se muestran las principales características del gasto público en términos de su composición. Como se puede observar, teniendo en cuenta el crecimiento y la participación en el PIB, los gastos han tenido una dinámica similar a la de los ingresos, cuya dinámica se mostró en el epígrafe A. Empero, el incremento de los gastos muestra mayores diferencias entre subperiodos. Dicho fenómeno resulta mucho más evidente durante la década de los 90. En este caso, el crecimiento acelerado del gasto público se explicó,

²⁵² En la década de los 90, los ingresos de capital provenientes de privatizaciones tuvieron como origen, fundamentalmente, las ventas de algunos bancos, empresas mineras y generadoras y distribuidoras eléctricas, y en los 2000 se causaron, sobre todo, como resultado de la venta de un porcentaje de las acciones que tiene el Estado colombiano en Ecopetrol.

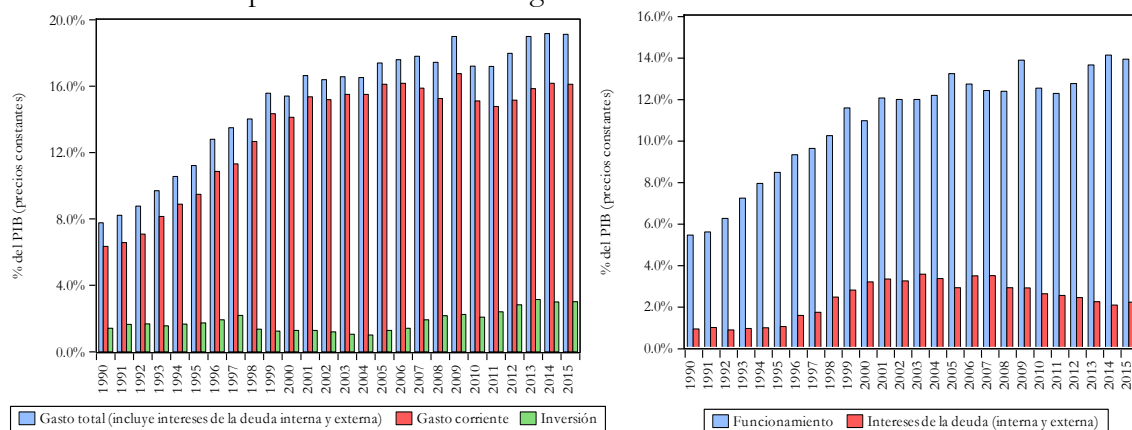
fundamentalmente, por las competencias asumidas por el Estado a partir de la Constitución de 1991²⁵³.

Como resultado de los desajustes fiscales que se generaron durante la década de los 90, en medio de una crisis económica, financiera y fiscal muy fuerte, se emprendieron una serie de acciones para racionalizar el gasto público²⁵⁴ (entre otras, la Ley 550 de 1999, Ley 617 de 2000, Ley 715 de 2001, Ley 819 de 2003). El efecto de la aplicación de las normas mencionadas se puede observar en la dinámica del gasto corriente, el cual, desde el año 2001, no ha incrementado su participación en el gasto total (% del PIB) (véase Gráfico 5.1.3). Esta situación también se puede ver en el caso de los gastos de funcionamiento.

Otro factor que contribuyó a limitar el crecimiento del gasto fue la reducción de los intereses de la deuda pública (interna y externa), los cuales habían mostrado un comportamiento ascendente durante la segunda mitad de la década de los 90.

Con relación a los gastos de inversión, estos han seguido la dinámica del ciclo económico. Como se podrá ver más adelante, este fenómeno se explica porque este es el rubro más flexible dentro de la estructura de presupuesto.

Gráfico 5.1.3. Composición funcional del gasto del GNC. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, Departamento Nacional de Planeación (DNP) y el Banco de la República

El cambio en la dinámica del gasto a partir del año 2000 se puede observar en el Cuadro 5.1.2. En general, se destaca la reducción en su tasa de crecimiento (en términos reales), pasando de un promedio anual del 8.9% entre 1990 y 1999 a una tasa del 4.9% entre 2000 y 2015. Desde luego, el efecto de las medidas de racionalización del gasto es evidente. Además, dicha dinámica se dio en el componente más importante que son los gastos corrientes, y, dentro de estos, en los gastos de funcionamiento, cuya tasa de crecimiento prácticamente se redujo a la mitad. Asimismo, se puede ver una disminución sustantiva en la tasa de crecimiento de los intereses de la deuda pública (interna y externa).

Con el propósito de analizar los efectos que pudo generar el gasto público sobre el crecimiento económico, es interesante ver que mientras en la década de los 90 los gastos de inversión solamente crecieron a una tasa media del 1.3% anual, entre 2000 y 2015 dicho

²⁵³ En este punto, se destaca el incremento de las transferencias hacia los gobiernos territoriales (departamentos y municipios).

²⁵⁴ Estas acciones también hacen parte del “paquete” de ajustes incorporado dentro del acuerdo extendido de Colombia con el FMI, firmado en el año 1999.

porcentaje fue del 10.1%, llegando al 15.4% en el periodo del *boom* de los precios de las materias primas. En estos dos últimos subperiodos (2000 – 2015 y 2005 – 2015), los gastos de inversión crecieron por encima de los rubros de gastos corrientes; que es lo contrario a lo que sucedió en los 90.

Cuadro 5.1.2. Tasa de crecimiento y volatilidad de los gastos del GNC (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015

Indicador	Concepto de ingreso	Periodo			
		1990 - 1999	2000 – 2015	2005 - 2015	1990 - 2015
Tasa de crecimiento medio anual (acumulada)	Gasto total GNC	8,9%	4,9%	4,9%	6,4%
	Gastos corrientes	9,5%	5,5%	6,0%	7,0%
	Intereses de la deuda (interna y externa)	14,4%	2,7%	0,7%	7,0%
	Gastos de funcionamiento	10,5%	5,4%	5,8%	7,3%
	Gastos de inversión	1,3%	10,1%	15,4%	6,6%
Desviación estándar de la tasa crecimiento anual	Gasto total GNC	10,1%	4,4%	4,8%	7,5%
	Gastos corrientes	5,7%	4,4%	4,8%	5,3%
	Intereses de la deuda (interna y externa)	18,4%	10,2%	10,6%	140,3%
	Gastos de funcionamiento	5,2%	5,5%	5,7%	6,2%
	Gastos de inversión	16,9%	14,3%	14,0%	15,8%
Coeficiente de variación de la tasa crecimiento anual	Gasto total GNC	1,07	0,87	0,94	1,11
	Gastos corrientes	0,59	0,79	0,79	0,74
	Intereses de la deuda (interna y externa)	1,17	3,23	8,60	1,84
	Gastos de funcionamiento	0,44	1,00	0,95	0,80
	Gastos de inversión	5,86	1,31	0,86	1,96

Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, Departamento Nacional de Planeación (DNP) y el Banco de la República

Un elemento importante para destacar dentro del análisis es que, a pesar de los cambios en la estructura del gasto entre la década de los 90 y los 2000, la volatilidad²⁵⁵ no se ha reducido significativamente (véase Cuadro 5.1.2). Esta situación es muy evidente tanto en el componente de gastos de funcionamiento como en los intereses de la deuda. Y a pesar de que se esperaría lo contrario, donde sí se ha presentado una disminución de la volatilidad es en los gastos de inversión; que es donde se supone que hay mayores ajustes en los tiempos de crisis.

La volatilidad del gasto público, evidentemente, incide en la inestabilidad macroeconómica. Al final, como se mencionó en el marco teórico (Capítulo 2), el gobierno puede influir en la inestabilidad de la demanda agregada (tanto en el componente de consumo como en la FBKF), y por esta vía afectar el comportamiento del PIB. Este fenómeno se estudiará más adelante a la hora de abordar el análisis de la posición cíclica de la política fiscal.

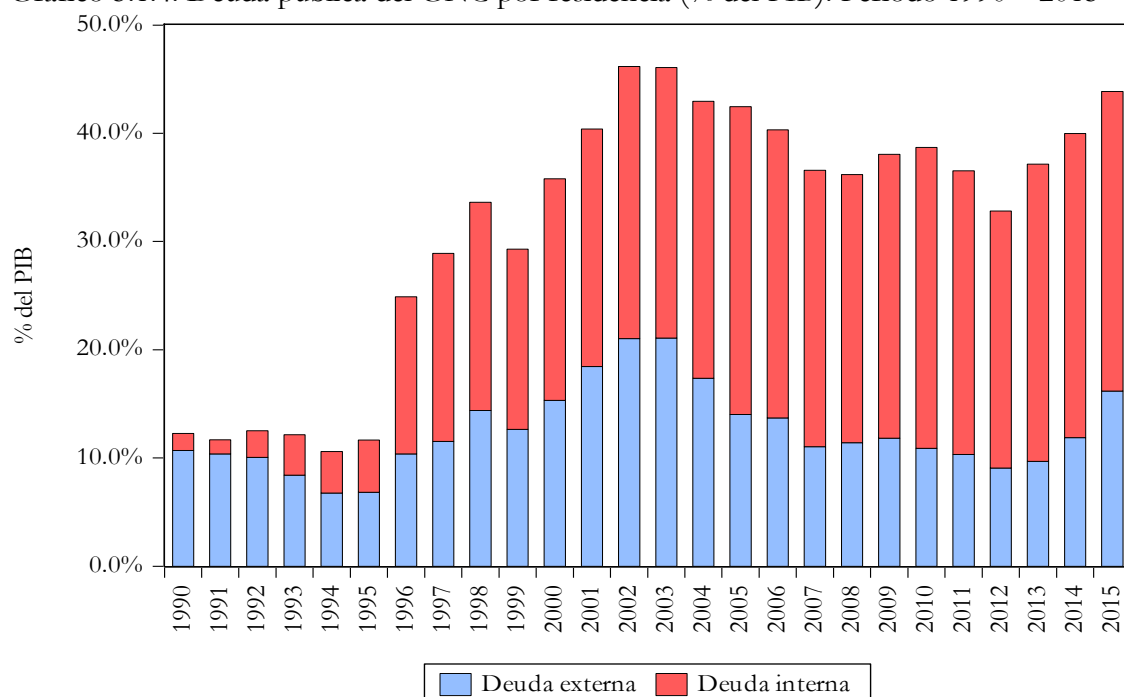
²⁵⁵ Medida por la desviación estándar y el coeficiente de variación.

Deuda pública

Dentro de la gestión fiscal de las economías en desarrollo, y especialmente en las latinoamericanas, una de las principales preocupaciones está relacionada con la deuda pública, y particularmente con la deuda externa (ver Capítulo 2). Dicha situación se explica por los problemas que esta variable puede generar sobre el resto de la economía; especialmente por los descalces tanto en moneda como en plazos, y las consecuencias que se pueden derivar de dichos fenómenos (véase CEPAL, 2014).

En el Gráfico 5.1.4 se muestra la deuda del GNC por residencia. Hay dos elementos que son muy claros: el primero tiene que ver con los cambios en la composición y el segundo con la estabilización y, durante varios años, caída del peso de la deuda pública en términos del PIB.

Gráfico 5.1.4. Deuda pública del GNC por residencia (% del PIB). Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia a partir de la información de la CEPAL

Con relación a la residencia de la deuda pública, es muy clara la tendencia a privilegiar la deuda interna, lo que ha permitido la reducción del peso de los pasivos externos dentro de la estructura general. Respecto a la deuda externa pública, lo que se puede ver es que mientras esta variable creció a un ritmo muy acelerado entre 1996 y 2002, en los años siguientes la tasa de crecimiento estuvo por debajo de la del PIB; haciendo que la relación disminuya. El punto de inflexión se ubica nuevamente en el año 2013, donde la ratio nuevamente mostró una tendencia creciente.

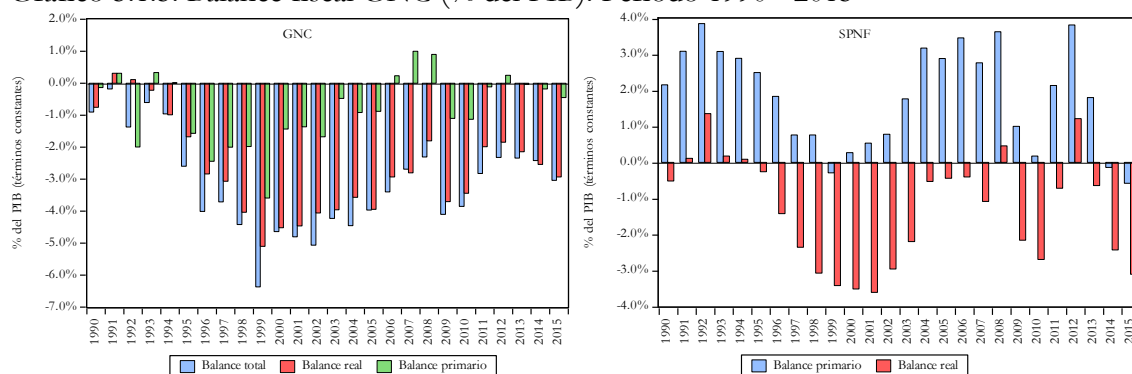
Teniendo en cuenta el contexto económico y fiscal al que se enfrentó la economía colombiana desde mediados de la década de los 2000, la dinámica de la deuda pública se explicó por la conjunción de cuatro factores: la expansión del PIB, la profundización y dinamismo del mercado financiero local, el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones muy favorables respecto a las décadas previas (véase Ocampo, 2007), y la apreciación del peso colombiano (especialmente desde el año 2003).

C. Balance fiscal

Una vez se examinó el comportamiento tanto de los ingresos como de los gastos por separado, es momento de analizar el resultado conjunto de estas dos variables. Como se puede observar en el Gráfico 5.1.5, la característica fundamental del periodo analizado es un déficit presupuestario persistente, el cual fue creciente durante la década de los 90 pero luego se redujo hasta la llegada de la crisis financiera y económica de los países desarrollados entre los años 2007 y 2009. A partir del año 2013 se retomó la senda deficitaria hasta finalizar el año 2015. Los años con mayor déficit presupuestario del GNC estuvieron entre 1996 y 2005, donde, en promedio, este indicador se ubicó en el 4% del PIB para el balance real y 4.5% para el balance total (precios constantes).

Para Rincón *et al.* (2004) y Lozano (2009), el balance fiscal del GNC de Colombia tiene un componente estructural muy acentuado, y se explica por la poca flexibilidad del gasto (véase también, Echeverry *et al.*, 2006, Rentería y Echeverry, 2007 y Lozano *et al.*, 2008). Para estos autores, dichas características se derivan de los principios establecidos en la Constitución política de 1991.

Gráfico 5.1.5. Balance fiscal GNC (% del PIB). Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE

La reducción del déficit fiscal desde el año 1999, que marca un punto de inflexión muy claro en el periodo de análisis, se explica por varios factores: el mayor crecimiento del PIB durante la década de los 2000, la disminución de la tasa de expansión del gasto, asociada a las medidas de racionalización aplicadas a finales de los 90, el menor peso de la deuda pública dentro del PIB, la apreciación de la moneda, las bajas tasas de interés (locales e internacionales) y, por último, el incremento del recaudo fiscal (véase, Toro y Lozano, 2007; Lozano, 2009; Ocampo, 2011).

Por niveles de gobierno, fue el GNC el que más explicó el estado presupuestario del sector público, puesto que su balance (primario, real y total²⁵⁶), prácticamente en todos los años, fue deficitario (véase Gráfico 5.1.5). En el caso del SPNF, hay varios años con un balance primario positivo, lo que implica que, en la mayoría de los casos, son los intereses de la deuda

²⁵⁶ El balance primario se calcula como la diferencia entre los ingresos y los gastos, sin incluir el pago de los intereses de la deuda pública (que hacen parte de los gastos corrientes). No obstante, el Ministerio de Hacienda lo calcula como la sumatoria del balance primario, tal y como se lo definió anteriormente, más la diferencia entre el balance real y el balance total. El balance real es igual a la diferencia entre los ingresos totales y los gastos totales. En el caso del balance total, de acuerdo a la metodología del Ministerio de Hacienda, es igual al balance real menos la suma del préstamo neto, los ingresos causados, los gastos causados, la deuda flotante y, desde el año 2000, se incluye los costos de la reestructuración financiera.

los que al final terminan explicando el desajuste entre los ingresos y los gastos públicos. De cualquier manera, hay una diferencia muy marcada entre el déficit fiscal del GNC y el del SPNF.

La diferencia entre la dinámica de los ingresos y la de los gastos entre la década de los 90 y la de los 2000 se puede observar en el Cuadro 5.1.3. Así, mientras en los 90 los ingresos fiscales crecieron a una tasa más baja que el gasto, en los 2000 sucedió lo contrario. Dicho comportamiento explica la reducción del déficit fiscal durante este periodo. No obstante, como se verá más adelante, cuando el crecimiento del gasto se compara con la tasa de expansión del PIB, se encuentra que la primera, en la mayoría de los casos, fue superior, generando un resultado procíclico dentro de la actividad económica. Desde luego, dicho comportamiento tuvo efectos notables sobre la VM de la economía colombiana.

Cuadro 5.1.3. Diferencia entre la tasa de crecimiento anual (real) de los ingresos y los gastos del GNC. Periodo 1990 – 2015

Variable	Indicador	Periodo			
		1990 – 1999	2000 - 2015	2005 – 2015	1990 - 2015
Ingresos	Ingresos totales (Itot)	6,8%	7,0%	6,7%	6,9%
	Ingresos tributarios (Itr)	5,8%	7,4%	6,5%	6,8%
	Ingresos de capital (Ik)	15,3%	5,2%	9,4%	8,7%
Gastos	Gasto total (Gtot)	8,9%	4,9%	4,9%	6,4%
	Gastos corrientes (Gc)	9,5%	5,5%	6,0%	7,0%
	Intereses de la deuda (interna y externa) (Gint)	14,4%	2,7%	0,7%	7,0%
	Gastos de funcionamiento (Gf)	10,5%	5,4%	5,8%	7,3%
	Gastos de inversión (Ginv)	1,3%	10,1%	15,4%	6,6%
Balance (pp)	Itot – Gtot	-2,2%	2,1%	1,8%	0,5%
	Itr – Gc	-3,7%	1,9%	0,5%	-0,2%
	Itr – Gf	-4,7%	2,0%	0,6%	-0,5%
	Itr – Gint	-7,7%	4,4%	6,0%	-0,1%
	Itot – Ginv	5,5%	-3,0%	-8,7%	0,3%

Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE

5.1.3. La posición cíclica de la política fiscal en Colombia: periodo 1990 - 2015

Al inicio de este apartado se enfatizó en la importancia que tiene la posición cíclica de la política fiscal dentro de una economía y su relación con la VM. En adelante, se presentan una serie de indicadores que permiten calificar la gestión fiscal dentro de la economía colombiana para el periodo de investigación analizado. Antes de avanzar en este proceso, se hacen algunas precisiones metodológicas.

Siguiendo a Kaminsky *et al.* (2004) e Ilzetzki y Végh (2008), la posición de la política fiscal se determinó, fundamentalmente, a partir de la dinámica del gasto público. No obstante, los cálculos también se realizaron utilizando dos variables adicionales: el balance fiscal ajustado por el ciclo económico y la deuda pública. En cuanto a los gastos, se adoptan varios indicadores: gasto total, gasto corriente, gasto primario y, en algunos casos, el gasto de consumo del gobierno (general) tomado de las cuentas nacionales. Respecto a la deuda

pública, los cálculos se realizan utilizando la participación en el PIB. Con relación al nivel de gobierno, se tomaron básicamente las cifras del GNC, y solamente en algunas ocasiones se evalúa la posición del SPNF.

Siguiendo a Kaminsky *et al.* (2004), la posición de la política fiscal se puede calificar como: acíclica, contracíclica o procíclica. Desde el punto de vista del gasto, la política fiscal será acíclica cuando el componente cíclico del gasto no está relacionado con el ciclo económico. La política fiscal será contracíclica cuando el componente cíclico del gasto es creciente en aquellos periodos donde la economía se desacelera (o incluso cae en recesión). Lo contrario sucedería cuando la economía entra en una fase de auge. Por último, la política fiscal será procíclica cuando el componente cíclico del gasto público sigue la dinámica del ciclo económico, es decir, el gasto se expande a igual o mayor ritmo que la tasa de crecimiento del PIB durante los auges, y se ubica por debajo de dicha tasa durante las crisis²⁵⁷.

Con el fin de determinar la relación entre los gastos y la dinámica del PIB, se obtuvieron los componentes cíclicos y tendenciales de cada una de las variables. Para este propósito, se utilizó el filtro Hodrick–Prescott (HP). Posteriormente, se calcularon los coeficientes de correlación parciales. Así, cuando la correlación es positiva, la política fiscal se puede calificar como procíclica, cuando es negativa será contracíclica y si es cero será acíclica.

De acuerdo con los resultados que se muestran en el Cuadro 5.1.4, la política fiscal en Colombia en el periodo 1990 – 2015 ha tenido un carácter, fundamentalmente, procíclico, siendo el GNC el que más se adecúa a dicha calificación. Igualmente, si se toma el gasto de consumo general obtenido desde las cuentas nacionales, el indicador también resulta estadísticamente significativo. Ahora bien, aunque el gasto total y el gasto primario del GNC muestran una correlación positiva y significativa desde el punto de vista estadístico, no sucede lo mismo cuando se analiza el gasto por cada uno de sus componentes (corrientes, funcionamiento, intereses de la deuda pública). El único factor que sí tiene una relación con el ciclo económico es el gasto de inversión; que al final es el más alto de todos los coeficientes calculados (0.73).

Cuadro 5.1.4. Correlaciones parciales entre el componente cíclico del PIB real y los indicadores de política fiscal. Periodo 1990 – 2015

Indicador (componente cíclico – filtro HP)	Coefficiente de correlación	estadístico t	probabilidad
Gasto total (real) GNC	0,435	2,364	0,0265***
Gasto total (real) SPNF	0,263	1,336	0,1942
Gasto de consumo (real) gobierno general - cuentas nacionales	0,428	2,320	0,0292***
Gasto primario (real) GNC	0,478	2,663	0,0136***
Gasto primario (real) SPNF	0,263	1,336	0,1942
Gastos corrientes (reales) GNC	0,1625	0,8066	0,4278
Gastos de funcionamiento (reales) GNC	0,2999	1,5403	0,1366
Gastos de inversión (reales) GNC	0,7305	5,2411	0,0000***
Intereses de la deuda pública (reales) GNC	-0,2941	-1,5075	0,1447

*** Significativo al 5%

Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE

²⁵⁷ Para una discusión más amplia sobre estos aspectos, véase Kaminsky *et al.* (2004).

Teniendo en cuenta los resultados descritos, resulta claro lo que se había señalado en el subapartado anterior, en el sentido de que el ajuste del gasto en los momentos de crisis se hace en el componente más flexible, que es precisamente el de la inversión. Por el contrario, los gastos de funcionamiento resultan mucho menos sensibles al ciclo económico, lo cual se explica por dos razones: en primer lugar, por las disposiciones legales, como sucede con las transferencias hacia los gobiernos territoriales²⁵⁸, y, en segundo lugar, por la imposibilidad de ajustar algunos de los rubros, como en el caso de los intereses de la deuda pública.

A pesar de que los datos mostrados en el Cuadro 5.1.4 dejan ver la posición cíclica de la política fiscal en el periodo conjunto, hasta el momento no se ha podido observar su carácter asimétrico, que implica una dinámica distinta entre las épocas de auge de la economía y las de desaceleración o crisis. Siguiendo a Kaminsky *et al.* (2004), la tasa de crecimiento del PIB se puede dividir entre tiempos buenos y tiempos malos, lo cual permitiría comparar su dinámica frente al gasto. Bajo este planteamiento, los tiempos buenos corresponden a aquellos años donde la tasa de crecimiento del PIB se ubica por encima de la mediana del periodo; lo contrario ocurre durante los tiempos malos.

Para medir la posición cíclica de la política fiscal se toma el cociente entre la tasa de crecimiento del gasto (en sus distintas definiciones) y la del PIB. Si, en los buenos tiempos, el cociente es mayor que uno, es un indicador de política fiscal procíclica, si es menor que uno la posición de la política fiscal sería contracíclica. En los tiempos malos, si el cociente es superior a uno es un indicador de política fiscal contracíclica. Por el contrario, si el indicador es menor que uno, la política fiscal sería procíclica.

De acuerdo a los resultados que se muestran en el Cuadro 5.1.5, si bien es cierto que se ratifica el carácter procíclico de la política fiscal, contrario a lo que se podría esperar, en los tiempos malos la política fiscal termina siendo contracíclica. Este es un hallazgo que difiere respecto a lo que se había esbozado dentro del marco teórico (Capítulo 2). Ahora bien, dicho resultado también podría interpretarse como un síntoma de la poca flexibilidad del gasto, el cual, en términos generales, tiende a crecer a las mismas tasas independientemente del momento del ciclo económico. Así, por ejemplo, mientras el gasto total del GNC creció, en promedio, a una tasa anual media del 7.65% en los tiempos buenos, en los tiempos malos dicho porcentaje alcanzó el 6.65%. Lo mismo sucedió con el gasto de consumo general.

Descomponiendo el gasto del GNC, buena parte de la diferencia de la tasa de crecimiento del gasto entre los tiempos buenos y los tiempos malos está en el gasto primario, lo que muestra el carácter asimétrico de los flujos de intereses de la deuda pública. Así entonces, mientras los intereses de la deuda pública crecieron a una tasa del 3.9% en los tiempos buenos, en los tiempos malos lo hicieron al 12.1%. Este fenómeno se explicaría por dos razones: la primera es que en las épocas de crisis el gobierno tiende a endeudarse para cubrir los gastos, algo que es normal, además de que actúa como un instrumento contracíclico, y la segunda tiene que ver con el efecto que genera la depreciación de la moneda, asociada a los periodos de desaceleración de la economía (como se pudo ver en el Capítulo 3 y 4). Además, habría que contar con que el costo del endeudamiento es mayor en las épocas de crisis (tanto en el mercado interno como en el externo).

Un componente que no se resalta en la mayoría de estudios y que en esta investigación mostró una posición procíclica tanto en los tiempos buenos como en los malos es la inversión pública. Así, mientras en los tiempos buenos esta variable creció a una tasa promedio anual

²⁵⁸ Inicialmente con la Ley 60 de 1993 y posteriormente con las leyes 715 de 2001 y 1176 de 2007.

del 15%, en los tiempos malos lo hizo al 6%. Nuevamente, el factor de ajuste se hace por esta vía y no tanto por el lado de los gastos corrientes. En términos macroeconómicos, se puede decir que la rigidez del gasto contribuye a suavizar el consumo, pero induce a una mayor volatilidad de la inversión.

Cuadro 5.1.5. La posición cíclica de la política fiscal en los tiempos buenos y en los tiempos malos

Indicador fiscal (tasa de crecimiento real)	Tiempos buenos	Tiempos malos	Indicador		Promedio total	Reacción frente a la crisis			
			Tiempos buenos	Tiempos malos		1999	2000	2009	2010
PIB	5,39%	2,06%	1,00	1,00	3,7%	-4,2%	4,4%	1,7%	4,0%
Gasto total GNC	7,65%	6,65%	1,42	3,23	7,2%	6,4%	1,7%	10,7%	-5,9%
Gasto primario GNC	9,69%	5,08%	1,80	2,46	7,4%	5,8%	-1,7%	12,6%	-5,8%
Demanda del gobierno (CN)	6,83%	6,97%	1,27	3,38	6,9%	3,6%	-0,3%	6,0%	5,6%
Gasto total SPNF	6,77%	5,37%	1,26	2,60	6,1%	6,3%	2,2%	12,8%	3,8%
Gasto primario SPNF	7,27%	5,50%	1,35	2,67	6,4%	10,7%	-0,3%	14,4%	4,9%
Gastos corrientes (reales) GNC	5,9%	7,6%	1,09	3,68	6,7%	8,4%	1,4%	11,5%	-6,1%
Gastos de funcionamiento (reales) GNC	7,9%	7,1%	1,46	3,45	7,5%	8,2%	-2,6%	13,9%	-6,1%
Gastos de inversión (reales) GNC	15,0%	0,6%	2,79	0,28	7,8%	-12,2%	6,0%	5,1%	-3,7%
Intereses de la deuda pública (reales) GNC	3,9%	12,1%	0,72	5,87	8,0%	9,1%	17,7%	1,3%	-6,2%

Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE

Para determinar la posición cíclica de la política fiscal, además de las medidas citadas hasta el momento, también se han planteado algunos instrumentos que incorporan tanto el saldo de la deuda pública como el balance fiscal ajustado por el ciclo económico (véase Martner, 2007). Para el autor, el análisis de la posición cíclica de la política fiscal no es suficiente si se utiliza como variable de referencia únicamente el gasto el gasto público (en sus diferentes definiciones).

Incorporando las variables mencionadas, la política fiscal será contracíclica cuando, en los periodos expansivos, la deuda pública reduzca su participación en el PIB o haya una mejoraría del balance fiscal cíclicamente ajustado. En contraste, en los periodos recesivos aumentaría el saldo de la deuda pública y habría un deterioro del balance del gobierno. Lo contrario sucedería cuando la política fiscal es procíclica.

Desde el punto de vista metodológico, si, en vez de utilizar la brecha del PIB²⁵⁹ como variable de comparación, se utiliza el gasto público, es posible diferenciar el carácter de la política fiscal dependiendo el momento del ciclo económico (véase Martner, 2007; CEPAL, 2014). Para este propósito, la brecha del PIB sirve para determinar tanto los periodos expansivos como los recesivos.

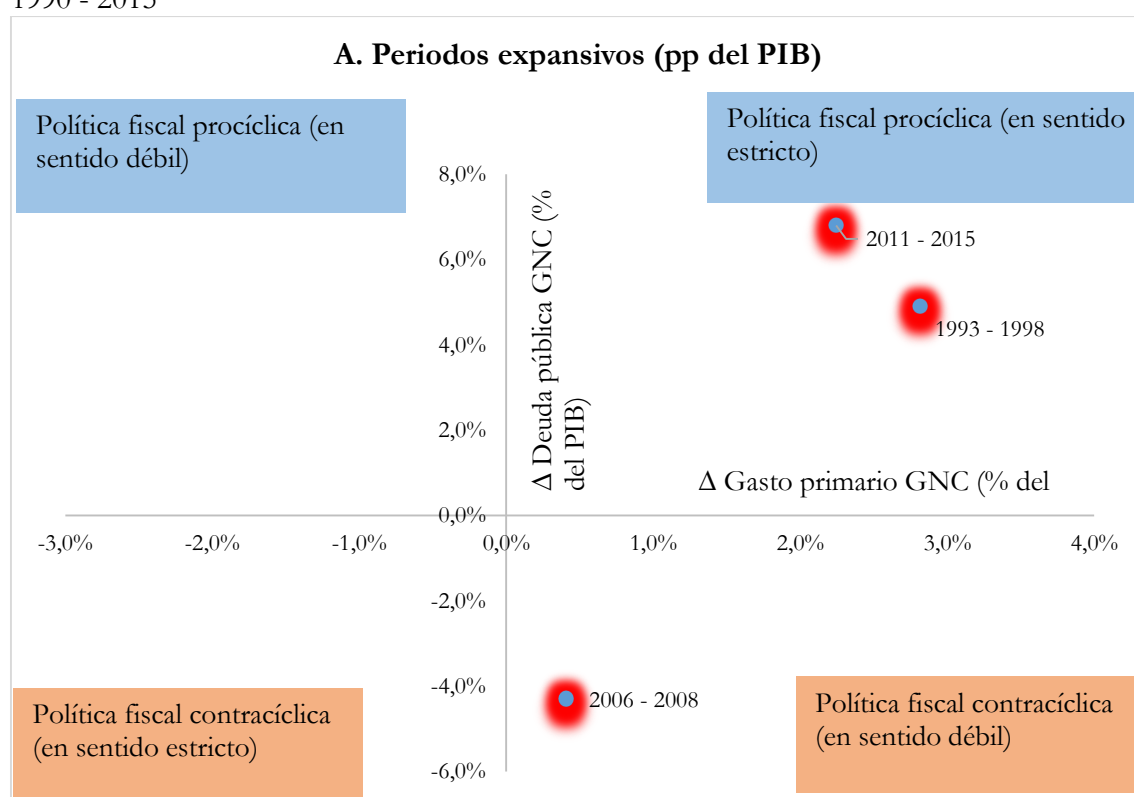
Para el periodo que cubre esta investigación, se encontraron tres periodos recesivos (1990 – 1992; 1999 – 2005; 2009 – 2010) y tres periodos expansivos (1993 – 1998; 2006 – 2008; 2011 – 2015) (véase Gráfico 5.1.6). El panel A muestra los periodos expansivos y el panel B los

²⁵⁹ La brecha del PIB (B_{PIB}) es la diferencia entre el PIB efectivo (Y) y su tendencia o valor potencial (Y^*). La brecha del PIB se expresa como porcentaje del PIB potencial, así: $B_{PIB} = \frac{(Y-Y^*)}{Y^*}$. De esta manera, cuando $B_{PIB} > 0$ se daría un periodo expansivo; en caso contrario, el periodo se clasificaría como recesivo. Para obtener la tendencia del PIB se utilizó el filtro HP, tomando la serie en precios constantes (año base 2005).

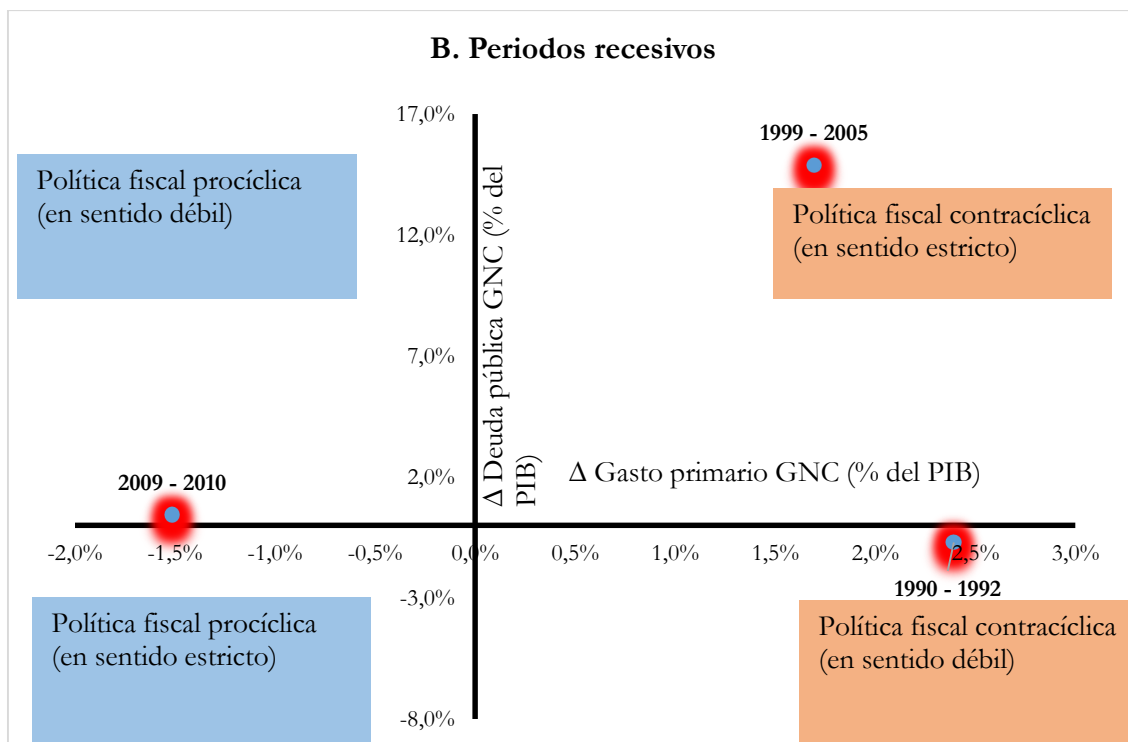
periodos recesivos. Las variables utilizadas, expresadas en precios constantes, corresponden a los impulsos²⁶⁰ tanto de la deuda pública (% del PIB) como del gasto primario (% del PIB).

La principal conclusión de este ejercicio es que, efectivamente, la política fiscal en Colombia fue asimétrica, es decir, en los periodos expansivos (Panel A) tendió a ser procíclica, y en los periodos recesivos fue contracíclica. En los dos casos hay excepciones, que corresponderían a los periodos 2006 – 2008, donde la política fiscal fue contracíclica (en sentido débil), y 2009 – 2010, donde la política fiscal termina siendo procíclica (en sentido débil). A la luz de los objetivos de esta investigación, el principal inconveniente en el manejo de la política fiscal es que este instrumento de política económica ha terminado alimentando los efectos procíclicos derivados de los *shocks* externos, fundamentalmente en los periodos expansivos de la economía.

Gráfico 5.1.6. Los cuadrantes de la política fiscal (deuda pública y gasto primario). Periodo 1990 - 2015



²⁶⁰ Los impulsos de las variables se calculan con las diferencias de la participación porcentual en términos del PIB entre dos periodos (véase Lozano, 2009).

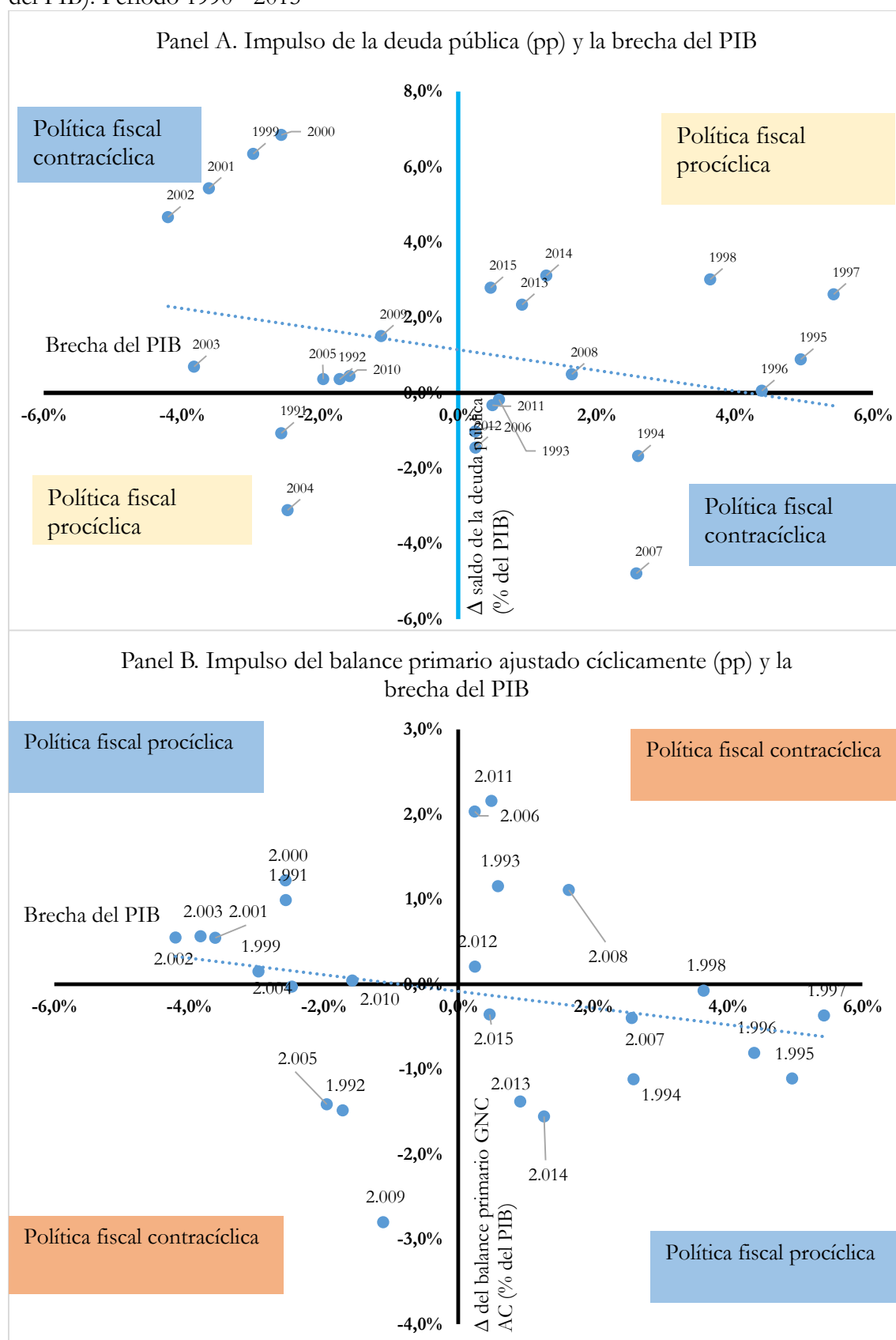


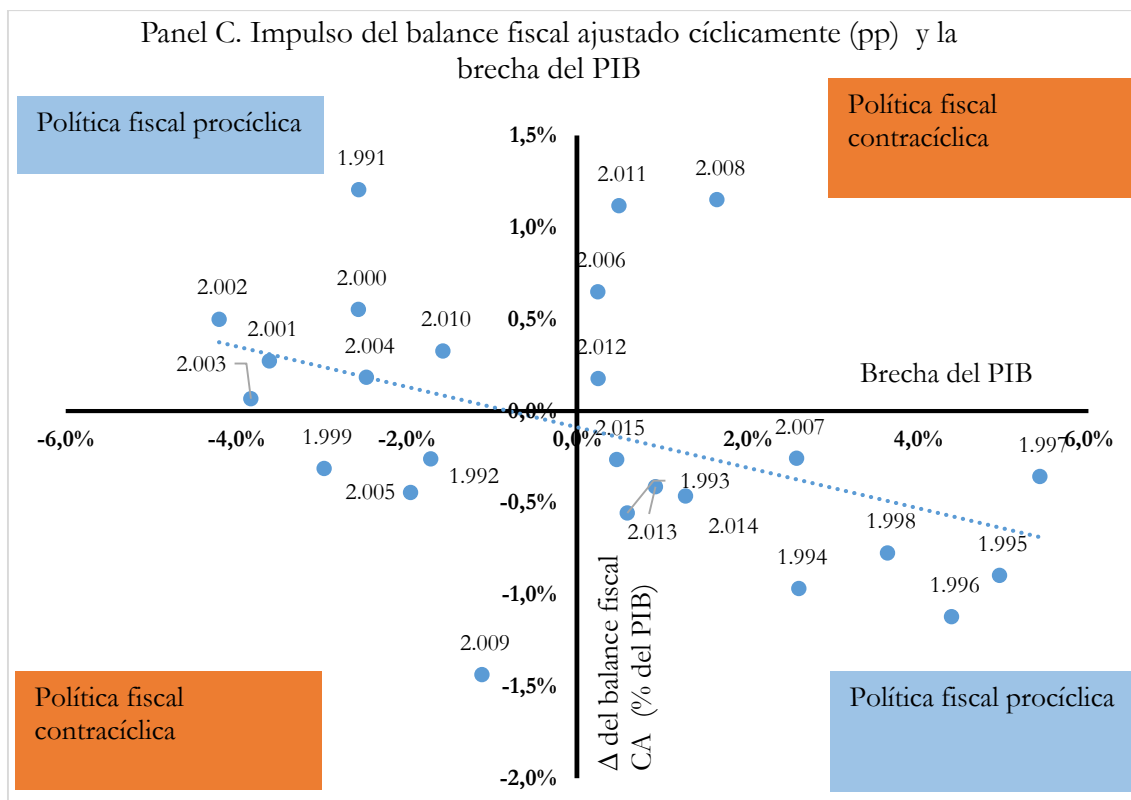
Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE. El desarrollo conceptual y la metodología utilizada se encuentran en Martner (2007).

Ahora bien, si la idea es comparar los impulsos de la deuda pública o del balance fiscal (primario y estructural²⁶¹) con la brecha del PIB, no habría necesidad de diferenciar entre los periodos recesivos y los expansivos, puesto que estos se incorporan directamente. Siguiendo el planteamiento de Martner (2007), se determinaron los cuadrantes de la política fiscal a partir de las tres variables señaladas (véase Gráfico 5.1.7). El resultado encontrado es un tanto diferente al que se pudo obtener diferenciando los periodos recesivos de los expansivos; o por lo menos no ofrece la misma claridad que el Gráfico 5.1.6.

²⁶¹ Para los dos casos se utilizó el balance cíclicamente ajustado. Siguiendo a Martner (2007, p. 38), el balance cíclicamente ajustado (B_t^{CA}) se define de la siguiente manera: $B_t^{CA} = B_t - B_t^C$. De donde, B_t es el balance fiscal del gobierno y B_t^C es su componente cíclico. El componente estructural de los ingresos tributarios se calculó así: $\frac{IT^*}{IT} = \left(\frac{Y^*}{Y}\right)^\alpha$, donde, Y es el nivel del PIB, Y^* es el nivel del PIB de tendencia, IT es el nivel de ingresos tributarios, IT^* es el componente estructural de los ingresos tributarios y α es la elasticidad producto de los ingresos tributarios. El componente cíclico del balance del gobierno (B_t^C) se determina a partir del componente cíclico de los ingresos tributarios, así: $B_t^C = T\left(\frac{Y^*}{Y}\right)^\alpha$. En el caso de Colombia, la elasticidad producto de los ingresos tributarios se estimó utilizando un vector de corrección de errores. El número de rezagos óptimos es de tres. La elasticidad estimada para el periodo de análisis es de 1.29. En el estudio de Martner (2007), la elasticidad estimada para Colombia es de 1.23; aunque el periodo de referencia va desde 1991 hasta 2005. Para determinar el balance primario cíclicamente ajustado se siguió el mismo procedimiento aplicado al déficit.

Gráfico 5.1.7. Los cuadrantes de la política fiscal GNC (deuda pública, balance fiscal y brecha del PIB). Periodo 1990 - 2015





Fuente: elaboración propia información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE

A partir de los impulsos de la deuda pública, se encontraron 10 eventos procíclicos y 15 contracíclicos (Gráfico 5.1.7 - Panel A). Utilizando los impulsos del balance primario cíclicamente ajustado, el resultado fue de 16 eventos procíclicos y 9 contracíclicos (Gráfico 5.1.7 - Panel b). Asimismo, con el balance total cíclicamente ajustado, el número de eventos procíclicos fue de 17, frente a 8 eventos contracíclicos (Gráfico 5.1.7 - Panel C). El resultado global indica 43 eventos procíclicos y 32 contracíclicos (véase Cuadro 5.1.6).

Cuadro 5.1.6. La posición cíclica de la política fiscal en los tiempos expansivos y en los tiempos recesivos (número de eventos).

Indicador	Procíclico			Contracíclico		
	Tiempos expansivos	Tiempos recesivos	Total	Tiempos expansivos	Tiempos recesivos	Total
Impulso del balance primario ajustado cíclicamente (% del PIB)	9	7	16	5	4	9
Impulso del balance total ajustado cíclicamente (% del PIB)	10	7	17	4	4	8
Impulso de la deuda pública (% del PIB)	8	2	10	6	9	15
Total	27	16	43	15	17	32

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República, el DANE y el Ministerio de Hacienda

Con los nuevos datos aportados, se reafirma el hecho de que la posición de la política fiscal durante el periodo de referencia de esta investigación fue asimétrica y, en mayor medida, procíclica (véase Cuadro 5.1.6); especialmente si se toma como referencia el balance primario y el total cíclicamente ajustados. Sin embargo, no se puede extraer el mismo dictamen si se utiliza como variable la deuda pública, la cual indicaría una posición, mayormente, contracíclica, especialmente durante los periodos expansivos.

En términos metodológicos, como se había advertido, resulta mucho más claro el uso de una variable discrecional, como lo es el gasto, y no una de resultado, como puede ser el balance fiscal o la deuda pública (véase Kaminsky *et al.*, 2004). En el caso de la deuda pública del GNC colombiano, y particularmente la externa, por ejemplo, el saldo total desde mediados de los 2000 se vio afectado por la dinámica del PIB y la apreciación cambiaria (véase Lozano, 2009), lo cual plantea dudas si es realmente una medida discrecional del gobierno.

Un breve análisis formal de la posición de la política fiscal en Colombia

Una vez se examinaron algunos instrumentos que permitieron caracterizar la posición de la política fiscal en Colombia, en adelante, se presenta un análisis formal utilizando un modelo econométrico que muestra la relación entre el componente cíclico del gasto (primario y total) del GNC y el ciclo económico colombiano. Frente a este aspecto, vale advertir que en la literatura se encuentran un sinnúmero de propuestas, que a su vez utilizan distintos tipos de indicadores e instrumentos cuantitativos (véase Klemm, 2014). En este caso, se optó por un modelo planteado por Ilzetzki y Végh (2008), quienes definen la posición cíclica de la política fiscal en la siguiente ecuación:

$$g_t = \beta PIB_t + \varepsilon_t \quad [5.1.1]$$

De donde g_t y PIB_t son (los componentes cíclicos) el gasto (primario y total) del GNC (o el gasto total) y el PIB expresados en términos constantes, y ε_t representa un proceso de ruido blanco (media cero y varianza constante). De esta manera, la ecuación 5.1.1 representa la función de reacción fiscal del GNC, que muestra cómo responde el gasto público ante los movimientos del *output*. El parámetro β mide la posición cíclica de la política fiscal. Si $\beta < 0$, la política fiscal es contracíclica; si $\beta = 0$, la política fiscal es acíclica, y si $\beta > 0$ la política fiscal es procíclica. El método utilizado para este ejercicio fue el de MCO. Los resultados de la regresión se muestran en el Cuadro 5.1.7²⁶².

De acuerdo a los resultados obtenidos tanto para el gasto primario como para el gasto total del GNC, se puede afirmar que la política fiscal en Colombia durante el periodo de tiempo analizado mostró una posición procíclica; reafirmando los ejercicios que se desarrollaron utilizando otros métodos.

Las conclusiones a las que se llegaron dentro de esta investigación con respecto a la posición de la política fiscal frente al ciclo económico son consecuentes, en términos generales, con los hallazgos de otros estudios para Colombia, como los de Toro y Lozano (2007), Lozano (2009) y Ocampo (2011). No obstante, los periodos que se toman son diferentes. En los dos primeros estudios, aunque toman series mucho más largas (45 años en Toro y Lozano, 2007), el análisis solamente llega hasta los primeros años de bonanza durante la segunda mitad de la década de los 2000. Además, su variable de referencia es el balance fiscal, que, como se ha

²⁶² Las dos regresiones cumplen con los requisitos de ausencia de correlación serial, los residuos se distribuyen normalmente y no son heteroscedásticos.

discutido, es un resultado, y no se puede tomar como una acción discrecional del gobierno (véase Kaminsky *et al.*, 2004; Ilzetzki y Végh, 2008). A pesar de esta diferencia, lo más importante para resaltar es la persistencia de la asimetría de la política fiscal, que en este caso se pudo mostrar para los años posteriores a la crisis de 2008 – 2009; algo que no se había evaluado en estudios anteriores.

Cuadro 5.1.7. La función de reacción fiscal del GNC. Periodo 1990 - 2015

Variable independiente		Variable dependiente
Componente cíclico PIB real	Componente cíclico del gasto primario del GNC	Componente cíclico del gasto total del GNC
Parámetro β	0,129	0,116
Estadístico t	2,660	2,360
Probabilidad t	0,0136***	0,0265***
Estadístico F	7,090	5,580
Probabilidad F	0,013***	0,023***
R^2	0,220	0,190
DW	1,850	1,600

***Significativo al 5%

Fuente: elaboración propia con información del Ministerio de Hacienda, el Departamento Nacional de Planeación y el DANE

Con respecto al contexto latinoamericano, donde se han realizado varios estudios sobre la posición cíclica de la política fiscal, los resultados son consecuentes con los encontrados dentro del presente estudio. En general, se concluye que la política fiscal ha tenido un sesgo procíclico (véase Gavin y Perotti, 1997; Clements *et al.*, 2007; Ilzetzki y Végh, 2008; CEPAL, 2012, 2014; Lozano *et al.*, 2013; Klemm, 2014). No obstante, se señala que el sesgo procíclico se ha reducido a partir de la década de los 2000; siendo Colombia uno de los países donde se viene dando dicho fenómeno (véase Martner, 2007; Klemm, 2014). Frente a esta afirmación, lo que se ha venido resaltando dentro de esta investigación es que, para el caso colombiano, esta situación solamente fue posible por el tipo de condiciones fiscales y financieras en que se encontraba este país en el momento que llegó la crisis de 2007 – 2009 (véase Ocampo, 2015); que fueron totalmente diferentes a las de finales de los 90. Por ende, no hay garantía de que el manejo de la política fiscal vaya a seguir esta senda.

Más allá de la definición de la posición cíclica de la política fiscal, uno de los elementos más significativos desde la perspectiva de esta investigación está en las consecuencias que se derivan de dicho manejo, teniendo en cuenta los efectos generados en términos de la estabilidad macroeconómica de Colombia. Así entonces, dado que en gran parte del periodo de tiempo estudiado el manejo de la política fiscal fue procíclico, se concluye que este instrumento de política económica, efectivamente, terminó exacerbando la vulnerabilidad macroeconómica de este país.

5.2. LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA: PERIODO 1990 - 2015

Siguiendo la estructura que se presentó al inicio de este capítulo, y una vez se abordó el análisis de la política fiscal, es momento de abordar el estudio de la política monetaria. Para alcanzar este propósito, en el primer subapartado se presenta una revisión acerca de las

características de la política monetaria en las economías en desarrollo y su relación con la VM. En el segundo subapartado se describe la estrategia de política monetaria adoptada por parte del Banco de la República, buscando identificar sus principales rasgos a lo largo del periodo de investigación analizado. En el tercer subapartado se aborda el análisis cuantitativo que permite determinar la posición de la política monetaria frente al ciclo económico. Por último, se discuten los principales resultados y se hace un contraste respecto a las conclusiones alcanzadas dentro de otros estudios.

5.2.1. La política monetaria en las economías en desarrollo

En el Capítulo 2 de esta investigación se hizo una breve caracterización de la política monetaria en las economías en desarrollo y su relación con la VM. El principal inconveniente frente al manejo de este instrumento de política económica es que el objetivo prioritario termina siendo el control de la inflación y no los altibajos de la producción (CEPAL, 2004b, 2010; Blanchard *et al.*, 2010; Ffrench-Davis, 2015). Como resultado de este manejo, lo que se ha advertido dentro de este estudio es que la política monetaria, ya sea de manera directa o indirecta, se termina convirtiendo en una fuente de inestabilidad macroeconómica real (Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2010, 2015; CEPAL, 2010).

A partir de los elementos mencionados, es importante mostrar los mecanismos a través de los cuales la política monetaria en vez de contribuir a estabilizar las fluctuaciones de las variables reales las termina exacerbando; aumentando, a la vez, el grado de exposición de las economías en desarrollo frente a los efectos derivados de los *shocks* externos.

Desde el punto de vista teórico, habría dos vías que permiten explicar el sesgo procíclico inducido por el manejo de la política monetaria, que son: la de la demanda agregada y la del tipo de cambio. En el caso de la demanda agregada, el sesgo que genera la política monetaria está relacionado con el manejo de las tasas de interés y la prioridad en el control de la inflación. Así, durante las fases de auge, lo que se ha advertido es que la reducción de las tasas de interés contribuye a la expansión del gasto²⁶³ (público y privado), fundamentalmente de consumo (Bernanke *et al.*, 1999; CEPAL, 2001; Ocampo, 2002, 2007b; Kaminsky *et al.*, 2004; Ffrench-Davis, 2010; Titelman y Pérez, 2015), que conlleva a acumular grandes desequilibrios dentro de la economía. Dicha situación se explica porque una parte muy significativa del crecimiento del consumo se financia por la vía del endeudamiento²⁶⁴ (interno), lo cual expone a que los agentes económicos se enfrenten a desajustes de sus balances en el momento en que el ciclo económico cambia de pendiente (Ocampo, 2007b). En contraste, durante las fases recesivas, que es donde debería actuar la banca central para evitar una caída abrupta de la demanda agregada, las tasas de interés terminan incrementándose, contribuyendo de esta manera a aumentar los efectos del racionamiento del crédito²⁶⁵ (Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010).

Para la banca central, es posible reducir las tasas de interés de intervención durante los periodos de auge de la economía porque estos suelen coincidir con las fases positivas de los ciclos externos (financieros y/o comerciales); los cuales tienden a apreciar la moneda. Por

²⁶³ El efecto total termina siendo mayor por el sesgo procíclico de los flujos de capital y los ciclos comerciales (véase capítulos 4 y 5), además de la posición que adopta la política fiscal (véase apartado 6.1).

²⁶⁴ En el apartado 1.3 y el Capítulo 2 se abordó el papel del amplificador financiero (véase Bernanke *et al.*, 1999) y las características del canal crediticio en las economías en desarrollo (véase Titelman y Pérez, 2015).

²⁶⁵ El crédito también se reduce porque en las fases de desaceleración de la economía se incrementa la incertidumbre, lo que genera un deterioro de las primas de riesgo (se incrementan); haciendo que esta variable actúe de forma procíclica (véase Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2007b; Titelman y Pérez, 2015).

tanto, dada la relación entre el tipo de cambio y el comportamiento de los precios en estos países, las medidas expansivas de política monetaria no tendrían un efecto inflacionario. Además, dicha actuación es coherente entendiendo que si las tasas de interés se incrementan habría una mayor presión para la apreciación de la moneda (Ocampo, 2007b; Ffrench-Davis, 2008). Por el contrario, durante las fases recesivas, que coinciden con la depreciación de la moneda, las presiones inflacionarias se incrementan (Ffrench-Davis, 2008). Ante esta situación, la banca central termina aplicando medidas contractivas para que los precios vuelvan al rango o meta preestablecido. Nuevamente, esta decisión es pertinente porque impide una mayor depreciación de la moneda, que a su vez empujaría el nivel general de precios al alza (Ocampo, 2007b).

Respecto a la vía cambiaria, el sesgo procíclico de la política monetaria estaría asociado con dos fenómenos: la excesiva tolerancia de la banca central cuando la moneda se aprecia y el manejo del esquema de inflación objetivo. En el primer caso, las autoridades monetarias no estarían dispuestas a actuar en los periodos de alta apreciación debido a los beneficios de este fenómeno en el control de la inflación (por el efecto *pass through*) (Ffrench-Davis, 2008, 2015; Galindo y Ros, 2008; CEPAL, 2010). En el segundo caso, la banca central tampoco podría realizar una intervención contundente en el mercado cambiario porque se enfrentaría a problemas de credibilidad (véase Taylor, 1993). Como resultado de los argumentos señalados, el tipo de cambio no termina siendo una variable relevante en la gestión monetaria y cambiaria.

Frente a la implementación de los esquemas de inflación objetivo, el rol procíclico de la política monetaria opera a través de la tasa de interés de intervención de la banca central (CEPAL, 2004b; Ffrench-Davis, 2008; Ocampo, 2012). Como se mencionó en el capítulo 2, los rasgos procíclicos de este manejo están asociados a la correlación que existe entre las expectativas de inflación y la apreciación o depreciación de la moneda, las cuales coinciden con las fases creciente o decreciente del ciclo económico²⁶⁶ (CEPAL, 2004b, 2010; Ffrench-Davis, 2008). En este marco, la banca central interviene con celeridad cuando hay una desviación de la inflación esperada respecto a la meta; sin actuar con la misma contundencia cuando el PIB se aleja de su tendencia²⁶⁷ (brecha del PIB). Así, cuando la política monetaria tiene un único objetivo (la inflación), la volatilidad del producto termina siendo mayor (Ocampo, 2007b).

En las economías en desarrollo, mientras el tipo de cambio es estable, o tiende a apreciarse, la inflación se ubica en niveles bajos. No obstante, como se ha advertido, el problema está en que este escenario es provisional, ya que dicha variable depende de la dinámica de los ciclos de financiamiento externo (Barbosa-Filho, 2008; Galindo y Ros, 2008; CEPAL, 2010). Desde el punto de vista de la economía real, aunque la estabilidad del tipo de cambio puede

²⁶⁶ Para un estudio del caso brasileño, véase Barbosa-Filho (2008).

²⁶⁷ Desde el punto de vista empírico, para la banca central resulta más fácil actuar sobre los precios que en la brecha del PIB, donde puede haber sesgos debido a la dificultad de las estimaciones, los problemas de inconsistencia dinámica, la endogeneidad del producto potencial y los retardos (*lags*) de la política monetaria (Barbosa-Filho, 2008; Frankel, 2010a). Bajo estas premisas, perfectamente se puede presentar un *trade-off* entre el objetivo de inflación y el crecimiento económico (Barbosa-Filho, 2008; Arestis *et al.*, 2011). Además, como señala Arestis *et al.* (2011), dentro de esta estrategia la banca central puede haber otros objetivos distintos a los precios, como puede ser la estabilización del producto, pero esto se daría siempre y cuando se cumpla el propósito fundamental que es el control de la inflación. Ahora bien, dada la influencia del tipo de cambio sobre los precios internos, y entendiendo las condiciones a las que se enfrentan las economías en desarrollo, donde predomina la restricción de la balanza de pagos, habría un conflicto de intereses entre la estabilidad interna y la externa, la cual se resolvería a favor de la segunda opción (Pérez, 2009).

beneficiar el control de la inflación, si esta variable está desalineada, representa un grave desequilibrio macroeconómico (véase Capítulo 2).

Para el caso de las economías en desarrollo donde se han implementado esquemas cambiarios de libre flotación, el tipo de cambio termina siendo la variable de ajuste, lo cual afecta el comportamiento de la inflación (por el efecto *pass through*). Dada la relación entre el tipo de cambio y los ciclos externos, la política monetaria, antes que responder a las necesidades de la economía doméstica, quedaría supeditada a los vaivenes de los flujos financieros internacionales (Galindo y Ros, 2008; Arestis *et al.*, 2011). En consecuencia, ante la prevalencia de los *shocks* de oferta, y no los de demanda, como supone el esquema de inflación objetivo²⁶⁸, dicho mecanismo podría perder su eficacia (véase Galindo y Ros, 2008; Frenkel y Rapetti, 2010; Frankel, 2010; Arestis *et al.*, 2011).

Bajo los argumentos presentados hasta el momento, el manejo de la política monetaria bajo un esquema de inflación objetivo, en su afán de controlar la inflación y generar credibilidad frente a su compromiso de precios, termina golpeando la demanda agregada, generando como resultado un mayor nivel de inestabilidad macroeconómica (Ocampo, 2007b). Así pues, en el marco de un tipo de cambio flexible y un esquema de inflación objetivo, la política monetaria, de forma aislada al resto de instrumentos de política económica, no podría actuar de manera contracíclica (Ocampo, 2007b; Frenkel, 2008; CEPAL, 2010; Ffrench-Davis, 2010). Por estas razones, la eficacia de la política monetaria queda muy cuestionada tanto en términos de autonomía como en la capacidad para estabilizar las variables reales en las economías en desarrollo; incluso bajo un sistema de tipo de cambio flexible (Ocampo, 2002, 2007b, 2012; Barbosa-Filho, 2008; Ffrench-Davis, 2008; Frankel, 2010; CEPAL, 2010). Dichas limitaciones son todavía mayores en aquellas economías que muestran un alto grado de exposición ante los efectos generados por los *shocks* externos, donde opera la dominancia de la balanza de pagos (Ocampo *et al.*, 2015).

5.2.2. La política monetaria en Colombia: periodo 1990 – 2015

Una vez se revisaron algunos de los elementos teóricos que permiten contextualizar el manejo de la política monetaria en las economías en desarrollo, es momento de abordar su estudio dentro de la economía colombiana. Como se entenderá, el propósito no es hacer un análisis exhaustivo de este instrumento de política económica. Más bien, de lo que se trata es de mostrar sus principales rasgos a lo largo del periodo de investigación estudiado, que permitirán, posteriormente, determinar la posición de la política monetaria frente al ciclo económico, y su relación con los *shocks* externos, que es el objetivo fundamental de este apartado.

Para entender las características de la política monetaria aplicada en Colombia en el periodo 1990 – 2015 es necesario que no se pierda de vista la relación de este instrumento con el manejo cambiario, e incluso con el fiscal²⁶⁹ (véase Clavijo, 2002; Gómez, 2006; Armenta *et*

²⁶⁸ Frenkel (2008) señala que en las economías latinoamericanas la elasticidad de la demanda ante cambios en las tasas de interés es muy pequeña. En este marco, la eficacia de la política monetaria para influir sobre los precios termina reduciéndose, primando el efecto cambiario.

²⁶⁹ Hay, por lo menos, dos razones para esta consideración: en primer lugar, tanto en un tipo de cambio fijo, semifijo o flexible, el déficit fiscal incide sobre la dinámica del tipo de cambio, obligando, en los primeros dos casos, a que la autoridad monetaria tenga que intervenir ante las presiones de devaluación o revaluación de la moneda. En segundo lugar, hay que tener en cuenta que, bajo un tipo de cambio fijo o semifijo, el manejo cambiario restringe la actuación de la política monetaria (trilema de la imposibilidad). Otro aspecto que se debería tener en cuenta es que el déficit fiscal puede afectar la política monetaria en la medida que se financie a través de la emisión de dinero. Por último, hay una relación entre la política fiscal y la monetaria en la medida

al., 2007). En este marco, hay que tener en cuenta que, durante el periodo de investigación estudiado, Colombia hizo el tránsito desde los tipos de cambio semifijos, como lo fueron la devaluación gota a gota (*crawling peg*) (1967-1991), los certificados de cambio (1991-1994), pasando por las bandas cambiarias (1994 - 1999)²⁷⁰, hasta llegar al esquema actual que es el de tipo de cambio flexible (2000 en adelante) (véase Kalmanovitz, 2001; Clavijo, 2002; Giraldo, *et al.*, 2011; Hamann *et al.*, 2014).

Así entonces, el manejo de la política monetaria y cambiaria que se sigue en la actualidad es el resultado de un proceso paulatino que tiene implícito varios cambios institucionales, operativos y de estrategia que se llevaron a cabo desde principios de la década de los noventa (véase Kalmanovitz, 2001; Clavijo, 2002; Giraldo *et al.*, 2011; Hamann *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015).

El primer paso hacia la implementación del esquema de inflación objetivo en Colombia se dio con la adopción de una banca central independiente, surgida a partir de los principios establecidos dentro de la Constitución Política de 1991²⁷¹. Desde este momento, el propósito fundamental del Banco de la República ha sido el control de la inflación²⁷², con lo cual, aunque formalmente no se había adoptado un esquema de inflación objetivo, la inflación actuaba como el propósito central de la política monetaria (véase Clavijo, 2002; Gómez *et al.*, 2002; Bernal, 2003).

El hecho de que haya modificaciones tanto en el régimen cambiario como en los objetivos de la política monetaria implicó que el Banco de la República utilizara distintos instrumentos para conducir la política monetaria. Por tal razón, el manejo que se hizo de este instrumento de política económica en los noventa difiere mucho del que se adoptó desde el año 2000 en adelante. Este aspecto, como se verá más adelante, es fundamental para evaluar la posición cíclica de la política monetaria en Colombia.

Por las razones expuestas, en adelante, se presenta una caracterización de la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República durante el periodo de referencia de esta investigación, dividiéndola en dos subperiodos: 1990 – 1999 y 2000 – 2015²⁷³.

que parte de los instrumentos utilizados por la banca central para influir ya sea en las tasas de interés, o en los agregados monetarios, pasan por el mercado de capitales, donde un componente muy significativo son los títulos de deuda que emite el gobierno (TES) (véase Clavijo, 2002).

²⁷⁰ Aunque los tres arreglos cambiarios intermedios, en realidad, harían parte de un mismo sistema semifijo (véase Hamann *et al.* 2014).

²⁷¹ Las funciones del Banco de la República fueron reglamentadas a través de la Ley 31 de 1992.

²⁷² El artículo 373 de la Constitución Política de Colombia de 1991 determina el objetivo del Banco de la República y establece las principales directrices frente a su actuación, las cuales tienen grandes implicaciones desde el punto de vista económico e institucional, que no se analizan dentro de esta investigación. “**Artículo 373.** El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la junta directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares”.

²⁷³ El análisis de la política monetaria de Colombia separando la década de los 90 con la del 2000 en adelante también es sugerido por Giraldo *et al.* (2011).

A. La estrategia de política monetaria en Colombia: subperiodo 1990 - 1999

Teniendo en cuenta que el Banco de la República asumió su obligación constitucional de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda, el eje central de la política monetaria durante este subperiodo fue el control de la inflación (véase Bernal, 2003; Ocampo *et al.*, 2015). Para alcanzar este objetivo, la banca central podría seguir tres tipos de estrategias: la monetaria, la cambiaria y la de la inflación objetivo; donde las anclas nominales de la economía serían, en su orden, la cantidad de dinero (agregados monetarios), el tipo de cambio y la meta de inflación (véase Mishkin, 1999).

Desde el punto de vista operativo, la principal dificultad que enfrentó el Banco de la República durante este lapso de tiempo fue la existencia de algún tipo de arreglo cambiario intermedio, inicialmente con el *crawling peg*, luego con los certificados de cambio, y posteriormente con las bandas cambiarias. El problema se resume en que, al final, la economía colombiana tenía dos objetivos paralelos: la inflación y el tipo de cambio²⁷⁴. De esta manera, la autoridad monetaria podría cumplir con su propósito fundamental (el control la inflación) siempre y cuando no haya mayores presiones cambiarias. No obstante, aunque el esquema de bandas cambiarias ofreció esta posibilidad inicialmente, a finales de los noventa se dieron fuertes presiones hacia la devaluación, haciendo que el Banco de la República, en su doble objetivo, se inclinara por la defensa del tipo de cambio; algo que sería contraproducente desde el punto de vista del manejo de la política monetaria²⁷⁵, y también desde la perspectiva de la economía real (Kalmanovitz, 2001; Bernal, 2003; Gómez, 2006; Giraldo, 2008; Giraldo *et al.*, 2011; Ocampo *et al.*, 2015).

A la hora de evaluar el manejo de la política monetaria y cambiaria que siguió el Banco de la República, hay que tener en cuenta las dificultades que representaba el proceso de liberalización comercial y financiera para la consecución de sus objetivos. Dicho fenómeno se hizo evidente ante la entrada masiva de capitales de principios de los noventa, cuya consecuencia más importante para la banca central estaba en la dificultad para controlar los agregados monetarios. De hecho, la adopción de los distintos esquemas cambiarios se justifica, en gran medida, por los inconvenientes que estos fenómenos representaban en el manejo macroeconómico bajo el marco de una economía abierta.

Para entender el manejo de la política monetaria durante el subperiodo analizado hay que examinar la estrategia seguida por la banca central, la cual se refleja en los instrumentos utilizados (meta (s) operativa (s)), las metas intermedias y los objetivos finales²⁷⁶. En el plano teórico, la política monetaria puede tener diferentes objetivos, algunos implícitos y otros explícitos, tales como: la inflación, el tipo de cambio, la brecha del PIB, el empleo, el nivel

²⁷⁴ El artículo 372 de la Constitución Política de Colombia señala: “**Artículo 372.** La Junta Directiva del Banco de la República será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley...”. Dada esta obligación, a diferencia de otros países, el Banco de la República no solamente se ocupa del manejo monetario, sino que también tiene otras funciones.

²⁷⁵ Otro problema que planteaba la estrategia monetaria que siguió el Banco de la República hasta 1999 este que no podía controlar los agregados monetarios, ni en términos de la demanda, que era inestable, ni tampoco sobre la oferta, lo cual se explica por dos razones: por los efectos de las entradas de capitales, que modifican la base monetaria, y por las innovaciones financieras (Kalmanovitz, 2001; Gómez, 2006). Respecto a las ventajas y desventajas de utilizar los agregados monetarios como meta operativa de la política monetaria, véase Kalmanovitz (2001).

²⁷⁶ “La meta operativa de la política monetaria es el instrumento que está más directamente bajo el control de la autoridad monetaria y la meta intermedia es una variable que tiene una relación estable o al menos predecible con el objetivo final. La meta intermedia además debe poder ser controlable por la autoridad monetaria mediante el manejo de la meta operativa” (Gómez, 2006, p. 7).

de reservas internacionales, la estabilidad financiera etc. En el subperiodo 1990 – 1999, dadas las características de los regímenes cambiarios instaurados en Colombia, hubo dos objetivos explícitos de la política monetaria²⁷⁷: la inflación y el tipo de cambio.

Respecto a los instrumentos de política monetaria, el Banco de la República, desde su creación (1923), ha utilizado una gama muy amplia de los mismos, destacándose las tasas de interés (en sus distintas acepciones), las operaciones de mercado abierto (OMAS), el encaje bancario, los certificados de cambio, las ventanillas de descuento etc. (véase, por ejemplo, Armenta *et al.*, 2007). Ya en la fase de banca central autónoma, que inició en 1991, los principales instrumentos fueron: los certificados de cambio (hasta 1994), el esquema de bandas cambiarias (hasta 1999), el encaje, los requisitos de reservas para los intermediarios financieros, la intervención en el mercado de divisas, los controles a los flujos de capital y posteriormente las tasas de interés de corto plazo (Correa, 2004; Hamann *et al.*, 2014); que a la postre se convirtieron en el eje fundamental para el manejo del esquema de inflación objetivo implementado en Colombia desde el año 2000²⁷⁸.

En los primeros años de los noventa, bajo una tradición monetarista, las metas intermedias fueron los agregados monetarios (base monetaria, los medios de pago - M1 o la oferta monetaria ampliada - M3) (véase Kalmanovitz, 2001; Clavijo, 2002; Gómez *et al.*, 2002; Correa, 2004; Gómez, 2006; Armenta *et al.*, 2007; Giraldo, 2008). Posteriormente, durante la vigencia del esquema de bandas cambiarias, las metas fueron, por una parte, los agregados monetarios (fundamentalmente la base monetaria) y por otra, el tipo de cambio²⁷⁹ (Kalmanovitz, 2001; Gómez, *et al.*, 2002; Correa, 2004; Gómez, 2006).

A pesar de que los agregados monetarios jugaban un rol transcendental en la estrategia del banco central adoptada desde principios de los noventa, las tasas de interés fueron ocupando un papel cada vez más importante. El propósito del Banco de la República fue ir avanzando desde las señales vía cantidades (agregados monetarios) hacia las señales vía precios (tipos de interés); lo cual implica un cambio fundamental en el manejo de la política monetaria en Colombia, puesto que se entendía que estaban mejorando los mecanismos de transmisión por el canal de las tasas de interés (Kalmanovitz, 2001; Clavijo, 2002; Correa, 2004; Giraldo, 2008). Para este propósito, el Banco de la República adoptó una serie de medidas que permitieron una mayor dinámica del mercado financiero colombiano, cuyo resultado se vio beneficiado por la mayor relevancia que adoptó el mercado de deuda pública (Hamann *et al.*, 2014).

En términos del objetivo central de este apartado, si bien es cierto que en la década de los noventa la política monetaria no era totalmente independiente debido al compromiso cambiario, se supone que hay cierto espacio para que la banca central use sus instrumentos

²⁷⁷ Los objetivos fueron explícitos porque había unos compromisos del Banco de la República, que empezó a establecer una meta de inflación (sin llegar a clasificarse como inflación objetivo), y a la vez, un objetivo cambiario de referencia (tanto en el caso del *crawling peg* como en las bandas reptantes). El objetivo implícito, por lo menos en teoría, fue la estabilidad del producto.

²⁷⁸ Es importante aclarar que en la década de los 90 las tasas de interés de intervención del Banco de la República actuaban como un instrumento más de la política monetaria; en el esquema de inflación objetivo, se conciben como tasas de referencia, ejerciendo una función fundamental en la estrategia de la Banca Central (véase Clavijo, 2002). Ahora bien, además de la tasa de intervención del Banco de la República, se utilizan otros instrumentos como las tasas de expansión (repos) y las de contracción.

²⁷⁹ Desde mediados de los noventa, el Banco de la República, dadas las metas intermedias utilizadas y los instrumentos atadas a las mismas, terminó utilizando tres corredores o bandas de movimiento: uno para el agregado monetario, otro para las tasas de interés (para poder influir en la tasa de interés interbancaria) y otro para el tipo de cambio (bandas reptantes) (Correa, 2004; Rhenals y Saldarriaga, 2008).

para intervenir en el funcionamiento de la actividad económica (véase Bernal, 2003; Urrutia y Fernández, 2003; Fernández, 2005). En estos términos, teóricamente, es posible evaluar la posición de la autoridad monetaria frente al ciclo económico.

B. La estrategia de política monetaria en Colombia: subperiodo 2000 – 2015

Como se mencionó al inicio de este apartado, a finales de la década de los noventa e inicios de los 2000 inició una nueva etapa dentro de la estrategia monetaria y cambiaria seguida por parte del Banco de la República. En principio, se dio paso a un régimen de tipo de cambio flexible (desde septiembre de 1999) y posteriormente se adoptó el esquema de inflación objetivo (a partir de octubre del año 2000). Este cambio en el manejo de la política económica colombiana hace parte de las medidas adoptadas como resultado de la crisis de 1999²⁸⁰, la cual estuvo asociada a diversos factores tanto de índole interna como externa²⁸¹. Ahora bien, a pesar de que el Banco de la República ya había aplicado varios de los elementos que hacen parte de una estrategia de inflación objetivo, desde el punto de vista formal, solamente desde octubre de 2000 se puede considerar el uso explícito de la misma (Urrutia, 2000; Mishkin y Savastano, 2001; Clavijo, 2002; Gómez, 2006).

Para Clavijo (2002, p. 11-14), los cambios fundamentales alrededor de la adopción del esquema de inflación objetivo en Colombia fueron cuatro: el anuncio multianual de metas de inflación²⁸², la evaluación global del entorno macroeconómico, el fortalecimiento del instrumental operativo del Banco a través de la adopción de señales monetarias vía tasas de interés, y la adopción del sistema de opciones “*put*” para acumular o “*call*” para desacumular reservas internacionales.

En términos operativos, hay un paso trascendental desde el uso de los agregados monetarios a una señal mucho más clara que son las tasas de interés de intervención (Clavijo, 2002). Fruto de estas modificaciones, el comportamiento de los agregados monetarios²⁸³ pasó a ser un indicador de referencia, dejando de ser el instrumento base de la política monetaria (Urrutia, 2000; Kalmanovitz, 2001; Gómez, 2006).

Dentro de la estrategia que siguió el Banco de la República para el manejo de la política monetaria bajo el esquema de inflación objetivo, la tasa de interés de corto plazo se convirtió en la meta operativa y el pronóstico de la inflación²⁸⁴ pasó a ser la meta intermedia. Para Kalmanovitz (2001), el hecho de tomar la tasa de interés de corto plazo como eje de la política

²⁸⁰ Dentro de las medidas adoptadas, como se mencionó en el primer apartado de este capítulo, están: la racionalización del gasto público y los cambios en materia monetaria y cambiaria. También hay que destacar que, en medio de la crisis, Colombia firmó un acuerdo *Stand-By* con el FMI, que implicó una serie de compromisos en distintos ámbitos (fiscal, monetario, cambiario, incluido unas metas para la inflación para los siguientes años) (véase Urrutia y Fernández, 2003).

²⁸¹ A finales de la década de los noventa, la economía colombiana se enfrentó a una serie de dificultades que terminaron con una crisis muy severa en el año 1999. En el ámbito interno, los problemas estaban en el orden fiscal, con un déficit muy elevado, en el sector financiero, que estaba pasando por una crisis muy profunda y, por supuesto, en la dinámica de los principales agregados macroeconómicos (Armenta *et al.*, 2007). En el sector externo, los problemas pasaban por un déficit significativo del saldo de la cuenta corriente, la pérdida de reservas internacionales por parte del Banco de la República (en su intento de defender el tipo de cambio), el incremento de la prima de riesgo soberano y la reducción de las entradas de capital (Gómez, 2006; Armenta *et al.*, 2007). En medio de las dificultades internas, la economía también se vio afectada por las crisis a las que se enfrentaron varias economías emergentes.

²⁸² Esta medida fue posible en tanto que el Banco de la República logró perfeccionar sus modelos de pronósticos de inflación (Urrutia y Fernández, 2003).

²⁸³ El agregado monetario de referencia era la base monetaria (Urrutia, 2000).

²⁸⁴ El indicador utilizado es el índice de Precios al Consumidor (IPC).

monetaria implicaba que los mecanismos de transmisión dentro de la economía colombiana habían mejorado respecto a los noventa, y, por tanto, la autoridad monetaria se veía en la capacidad de influir en las tasas de interés del mercado.

Bajo la estrategia de inflación objetivo, donde el ancla nominal de la economía es la meta de inflación, el Banco de la República tiene la posibilidad de enfocarse en un solo objetivo (explícito)²⁸⁵; que representa una ventaja respecto a lo que sucedió en los noventa (Kalmanovitz, 2001).

Desde el punto de vista operativo, se empezaron a proyectar metas de inflación (puntuales y en rangos) tanto para el corto como para el largo plazo. La meta para el largo plazo se estableció en el 3%, aunque más adelante se reemplazaría por un rango que debe estar entre el 2% y el 4%.

Respecto a los instrumentos a través de los cuales se activan los mecanismos de transmisión de la política monetaria, la tasa de interés de intervención de corto plazo fijada por el Banco de la República desempeña un papel muy relevante. Bajo este esquema, las tasas repos de contracción y de expansión²⁸⁶, que son las que influyen directamente sobre la estructura de tasas de interés del mercado, y en particular sobre la tasa de interés interbancaria, juegan un rol trascendental (Kalmanovitz, 2001; Correa, 2004; Rhenals y Saldarriaga, 2008). Como se verá más adelante, dichos elementos son fundamentales para el examen del manejo de la política monetaria durante este subperiodo.

En cuanto al papel contracíclico que puede jugar la política monetaria bajo un esquema de inflación objetivo, si bien es cierto que la adopción del sistema de tipo de cambio flexible deja un mayor espacio para el uso de este instrumento de política económica, como se verá más adelante, la vulnerabilidad de la economía ante los *shocks* externos puede limitar dicha función.

5.2.3. El manejo de la política monetaria en el periodo 1990 – 2015: un análisis empírico

Una vez se describieron las principales características de la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República durante el periodo de tiempo estudiado, es momento de evaluar la dinámica que han mostrado los instrumentos de intervención utilizados. Dado que las variables sobre las cuales intenta incidir la Banca Central tienen mayor o menor trascendencia dependiendo de la estrategia que siga en cada periodo de tiempo, su grado de importancia también se va a ver modificado dentro del análisis. Vale recordar que esta información será clave para la evaluación que se hace en el siguiente subapartado, donde se analiza la posición cíclica de la política monetaria.

En el subapartado anterior se mencionó que la estrategia seguida por el Banco de la República a partir de la Constitución de 1991 tuvo como objetivo fundamental el control de la inflación. De acuerdo a la información que se muestra en el Gráfico 5.2.1, la caída en el nivel de precios desde 1990 es el común denominador del periodo. Así, la economía colombiana pasó de una

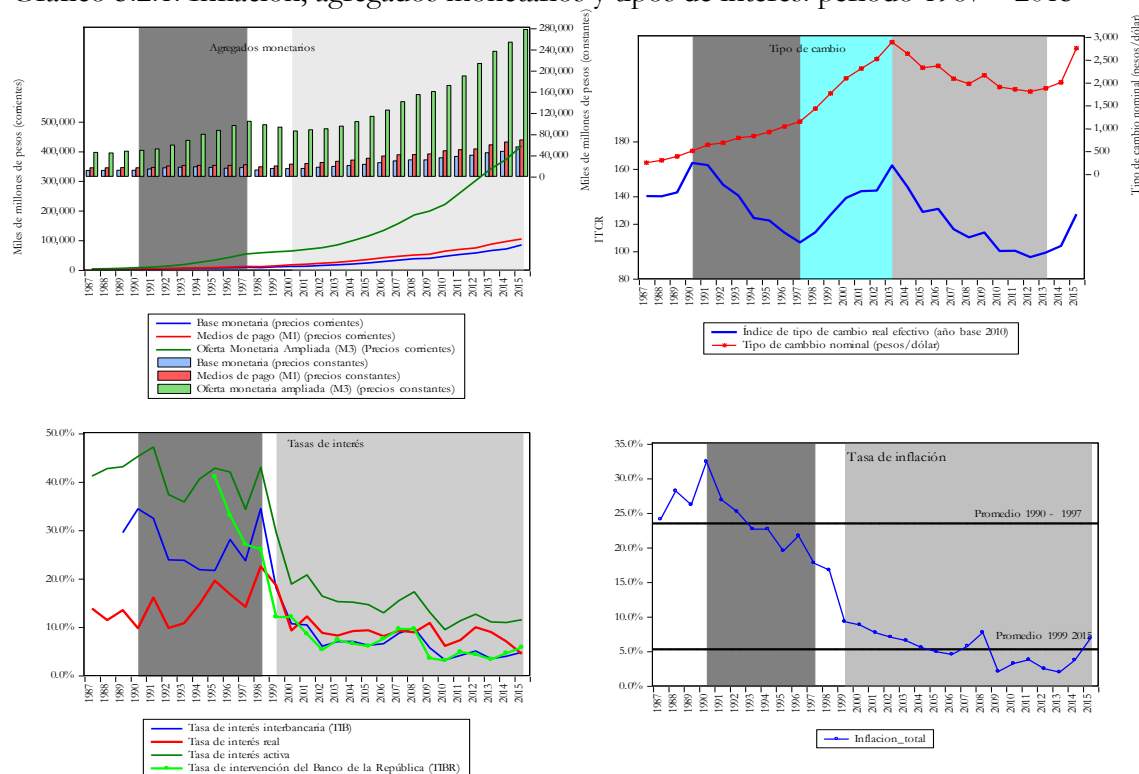
²⁸⁵ En las economías en desarrollo, el manejo de la inflación objetivo plantea una serie de disyuntivas, puesto que la banca central tendría distintos objetivos más allá de los precios, destacándose el tipo de cambio, la estabilidad del sector financiero, la movilidad de capitales y el ciclo económico (Ocampo *et al.*, 2015).

²⁸⁶ Estas tasas se utilizan para brindar liquidez al sistema financiero. El plazo de negociación va de 1 a 30 días.

inflación promedio (anual) del 22,6% entre 1982 y 1989, a unos porcentajes del 21,4%²⁸⁷ y 5.1% en los subperiodos 1990 – 1999 y 2000 – 2015, respectivamente. En estos términos, el objetivo de reducir la inflación, efectivamente, se cumplió.

Si el análisis se hace por subperiodos, la mayor reducción de la inflación se dio hacia finales de los 90. Así, Colombia pasó de un porcentaje del 32,4% en 1990 al 9,2% en el año 1999. Incluso, entre 1998 y 1999, la inflación disminuyó desde el 16,7% al 9,2%. Es decir, en un año, prácticamente se redujo a la mitad.

Gráfico 5.2.1. Inflación, agregados monetarios y tipos de interés: periodo 1987 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DNP

La estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República se refleja tanto en el comportamiento de los agregados monetarios como en las tasas de interés. De acuerdo al Gráfico 5.2.1, lo que se observa es que en los noventa primaron unas tasas de interés muy elevadas. De hecho, la tasa de interés real fue creciente desde 1992 hasta 1998, pasando del 9.7% al 22.5%, con una media del 15.4%. En el caso de la TIB, mientras en el primer lustro de los noventa tuvo un comportamiento decreciente, en el resto de los años mostró un incremento significativo, llegando a ubicarse en el 34.4% en 1998 (un año antes de la crisis de 1999). Como se había advertido en el anterior subapartado, dicho manejo obedece a la necesidad que tuvo el Banco de la República de defender el tipo de cambio; algo que resultó muy costoso para la economía colombiana tanto desde el lado de la demanda como desde el punto de vista productivo (además de los efectos generados en el mercado financiero y en el cambiario).

²⁸⁷ Sobre este promedio, hay que tener en cuenta que la inflación en 1990 fue del 32,4% y terminó en el 9,2% en el año 1999. Visto de esta manera, la caída es muy significativa. Lo es más si se toma como referencia el año 1998 donde la tasa de inflación fue del 16,7% y luego, en el año 1999, dicha tasa pasó al 9,2%. Es decir, en un año, prácticamente se redujo a la mitad.

A partir de la crisis de 1999 inicia una nueva fase en el manejo de la política monetaria en Colombia. En primer lugar, porque la inflación había caído estrepitosamente en tan solo un año, y era la primera vez (dentro del periodo estudiado) que se ubicaba en un dígito²⁸⁸ (9.2%). En segundo lugar, a partir de septiembre de 1999 se abandona el sistema de bandas cambiarias y se adopta un esquema de tipo de cambio flexible. A esta decisión, como se había mencionado, se suma el hecho de que el Banco de la República adoptó oficialmente el esquema de inflación objetivo (desde el mes de octubre del año 2000).

En el marco expuesto, la estrategia de política monetaria que siguió el Banco de la República a partir del año 2000 es muy diferente a la de los 90; lo cual se va a ver reflejado en los instrumentos utilizados. Así, los agregados monetarios, que habían sido una variable clave en los noventa, en los 2000 tomaron una dinámica distinta. De hecho, lo que se puede ver es que los principales agregados monetarios mostraron un comportamiento creciente tanto en términos reales como nominales. En cuanto a las tasas de interés, se observa una reducción de la volatilidad y una tendencia a la disminución; algo que fue compatible con la caída de la inflación.

Más allá del “éxito” del Banco de la República en el control de la inflación, hay que tener en cuenta dos aspectos. En primer lugar, aunque la estrategia de política monetaria cambió en los 2000, el objetivo final no se modificó. Es decir, el eje de la política monetaria continuó siendo la inflación. En los noventa, dicho propósito se consiguió, relativamente, con el control de los agregados monetarios. En los 2000, en un contexto totalmente distinto, el propósito fue el mismo, aunque con diferentes instrumentos. Así, como se puede observar en el Gráfico 5.2.2, la tasa de intervención del Banco de la República (TIBR) siguió los movimientos de la inflación, en la línea de la regla de Taylor, por lo cual, tendió a ubicarse por encima del IPC. Lo mismo sucedió con la TIB, que es un referente de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En este marco, el Banco de la República fue capaz de ubicarse en la senda de la meta (rango) de inflación, y únicamente en tres años (2007, 2008 y 2015)²⁸⁹ superó dicho rango.

Otro aspecto que ha sido fundamental para el control de la inflación, principalmente desde la década de los 2000, ha sido la dinámica del tipo de cambio²⁹⁰. De hecho, la caída del IPC a lo largo de este periodo ha estado marcada por una apreciación, tanto nominal como real, del peso colombiano. En términos nominales, por ejemplo, el nivel de tipo de cambio alcanzado en el año 2003 fue superior al reportado al finalizar el año 2015. Desde el punto de vista teórico, aunque este hecho es positivo para el Banco de la República, porque contribuye a alcanzar el objetivo de controlar los precios, resulta muy perjudicial en términos productivos (véase Capítulo 4). Al final, dado que el objetivo inflacionario termina cumpliéndose, la Banca Central se muestra demasiado tolerante con la apreciación cambiaria; aún con el impacto negativo que genera esta variable en términos productivos. De ahí la

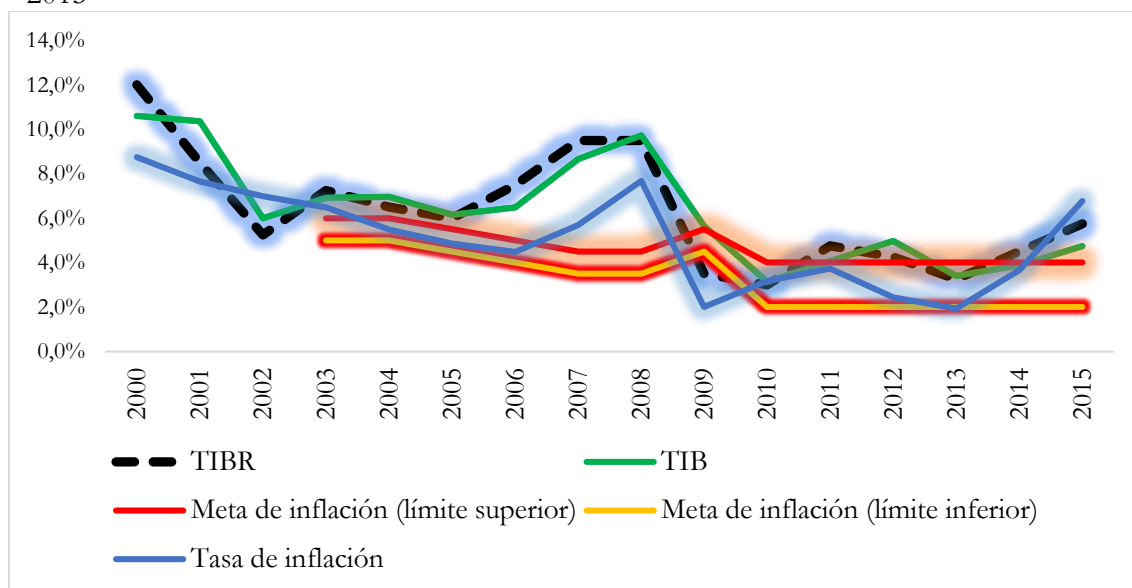
²⁸⁸ Por esta razón, como lo señala Clavijo (2002), el Banco de la República no tenía nada que celebrar. Además, la caída de la inflación la califica como un hecho fortuito.

²⁸⁹ En los tres casos, la explicación que se ha dado es que este fenómeno tiene que ver con la inflación de alimentos. Por tanto, pasa a ser un evento de carácter coyuntural.

²⁹⁰ No obstante, hay una discusión sobre la incidencia que tuvo el tipo de cambio en el comportamiento de la inflación. Para Ocampo *et al.* (2015), el efecto de esta variable sobre la dinámica de los precios habría sido muy importante, sobre todo, en el proceso de desinflación de inicios de los 2000. Posteriormente, la inflación se explicaría por la dinámica de las variables internas. Para Hamann *et al.* (2014), el tipo de cambio no tuvo influencia sobre la dinámica de los precios. En contraste con estas posturas, lo que se ha defendido dentro de esta investigación es que la estabilidad de precios se consiguió con un tipo de cambio sobreapreciado y poco volátil. Es decir, por una parte, el tipo de cambio contribuyó con la caída de los precios que se observó durante el primer lustro de los 2000, y luego con la estabilidad que mostró esta variable después de dicho lapso.

relación entre el manejo de la política monetaria y la inestabilidad macroeconómica, cuyos elementos teóricos se destacaron en el Capítulo 2 de esta investigación.

Gráfico 5.2.2. Los precios en Colombia bajo el esquema de inflación objetivo: periodo 2000 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DNP

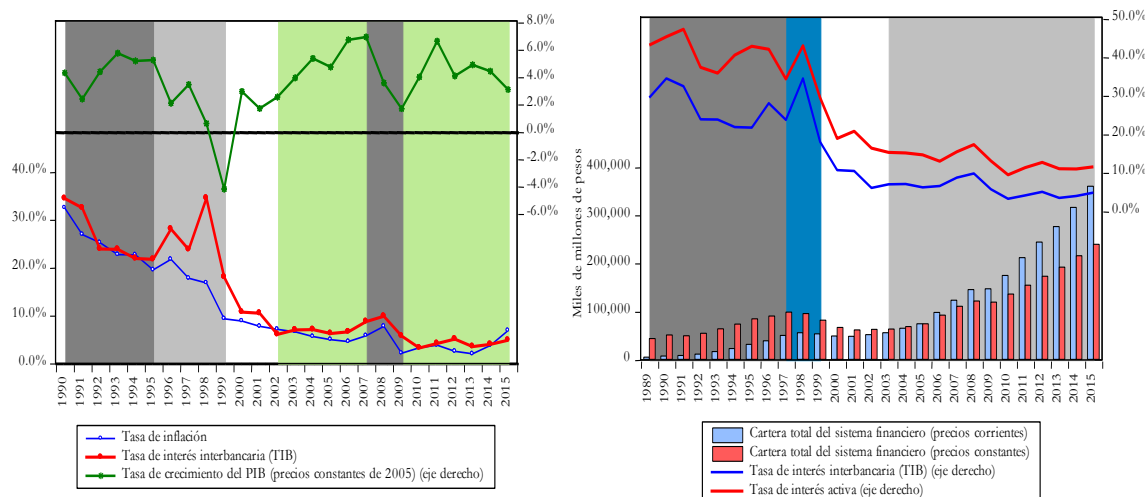
Respecto a la relación entre el comportamiento de la inflación y el PIB, tanto en los noventa como en los 2000, lo que se puede observar es que el crecimiento de la economía colombiana se ha conseguido sin mayores presiones sobre los precios; excepto entre los años 2006 y 2007, cuando se dio una fuerte presión ante el incremento del crédito y de la demanda agregada (véase Gráfico 5.2.3). Dicho fenómeno se explica porque los periodos de mayor crecimiento de la economía han estado marcados por los efectos positivos de los ciclos comerciales y financieros, los cuales han terminado favoreciendo la reducción de los precios. En primer lugar, porque los ciclos externos están directamente relacionados con la persistencia de la apreciación cambiaria (véase Capítulos 3 y 4), haciendo más “fácil” el control de la inflación (vía *pass through*). Y, en segundo lugar, porque la liberalización comercial, por medio de las importaciones, también ha contribuido a disminuir los precios, tal y como ha venido sucediendo desde principios de los noventa y se viene acentuando en el resto del periodo.

Así entonces, la persistencia de la apreciación cambiaria, especialmente desde el año 2003, terminó favoreciendo el manejo de la política monetaria, debido a su contribución en el control de la inflación y a una mayor discrecionalidad en el manejo de su principal instrumento operativo que es la tasa de interés de intervención. En consecuencia, al contrario de lo que se podría esperar de un modelo de economía abierta tradicional (Mundell-Fleming), la apreciación cambiaria terminó conviviendo con tasas de interés históricamente bajas.

Bajo los argumentos expuestos hasta el momento, se puede afirmar que la reducción de la inflación se vio fuertemente influenciada por dos variables: el tipo de cambio y la demanda agregada. En el primer caso, la apreciación de la moneda contribuyó a que los periodos de expansión de la economía no generaran mayores presiones sobre los precios. Y, en el segundo caso, la caída de la demanda agregada, particularmente a finales de los 90 y durante el primer lustro de la década de los 2000, también coadyuvó a que los precios se mantuvieran relativamente bajos. Dicho fenómeno también se pudo observar durante la crisis de 2008 –

2009, donde la reducción de la actividad económica terminó contribuyendo a una caída muy importante de los precios, que pasaron de un porcentaje del 7.67% en el 2008 al 2% en el 2009.

Gráfico 5.2.3. Tasa de inflación y comportamiento del PIB en Colombia. Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DNP

Ahora bien, aunque el objetivo del control de la inflación se ha cumplido durante el periodo de referencia de esta investigación, particularmente en la última década, es importante advertir que la economía colombiana ha venido acumulando una serie de desequilibrios en sus principales agregados macroeconómicos; los cuales, como se ha advertido, terminaron afectando la VM del país.

Como se pudo observar en el Gráfico 5.2.3, los periodos donde primó una política monetaria expansiva generaron un crecimiento sustantivo de la cartera del sistema del sistema financiero (CNSF) y del agregado M3, que a finales de los noventa fue uno de los epicentros de la crisis de la economía colombiana. En los 2000, una vez la economía se recuperó de la crisis de 1999, la CNSF siguió mostrando altas tasas de crecimiento. Ahora bien, a pesar de que el Banco de la República adoptó varias medidas para controlar el crecimiento de la demanda y del crédito, especialmente entre el año 2003 y el 2007, luego de la crisis de 2008 – 2009, la política monetaria contribuyó a exacerbar la expansión de la economía colombiana y, de esta manera, a gestar varios de los desequilibrios macroeconómicos observados al final del periodo de investigación estudiado. En particular, se resalta lo que ha sucedido con el déficit de la cuenta corriente, el cual ha estado asociado al crecimiento excesivo del consumo durante las fases de auge de la economía colombiana²⁹¹, que a su vez se vio influenciado por los efectos generados como resultado de los *shocks* externos. Así entonces, de acuerdo a lo expuesto al inicio de este apartado, efectivamente, habría una relación entre el tipo de manejo de la política monetaria y la inestabilidad macroeconómica observada dentro de este país.

5.2.4. La posición cíclica de la política monetaria en Colombia: periodo 1990 – 2015

La segunda hipótesis que se planteó para este capítulo afirma que, el hecho de que el Banco de la República haya tenido como objetivo fundamental el control de la inflación generó un resultado procíclico en la economía colombiana, amplificando de esta manera los efectos adversos derivados de los *shocks* externos. Con el fin de aportar evidencia empírica en este

²⁹¹ Estos aspectos se amplían en el Capítulo 6.

sentido, en la primera parte de este subapartado se definen las condiciones que permiten determinar la posición cíclica de la política monetaria, y en la segunda parte se realiza el análisis empírico para el caso colombiano.

En el plano metodológico, Kaminsky *et al.* (2004) advierten sobre la dificultad para establecer la posición de la política monetaria respecto al ciclo económico debido a su relación con el régimen cambiario existente y la exigencia de usar algún modelo implícito (función de reacción), dado que los bancos centrales, generalmente, no lo hacen manifiesto. Por esta razón, en los dos subapartados anteriores se hizo una descripción tanto conceptual como empírica de las modificaciones que se han dado en el manejo de la política monetaria en la economía colombiana.

Desde el punto de vista conceptual, la política monetaria puede adquirir una posición que se puede calificar cómo: procíclica, contracíclica o acíclica. La política monetaria será procíclica cuando los instrumentos utilizados por la banca central adoptan un carácter expansivo en los momentos de auge de la economía y son contractivos durante las crisis, contribuyendo de esta manera a exacerbar los movimientos del ciclo económico. La política monetaria será contracíclica cuando los instrumentos utilizados por la banca central adoptan un carácter contractivo en los momentos de auge de la economía y son expansivos durante las crisis, jugando un rol estabilizador respecto al ciclo económico. Por último, la política monetaria será acíclica cuando los instrumentos utilizados por la banca central no están determinados por el momento del ciclo económico.

Una vez definidos los posibles resultados frente a la posición de la política monetaria, la dificultad está en determinar cuál es el indicador más adecuado para su evaluación (véase, por ejemplo, Kaminsky *et al.*, 2004; Fernández, 2005). Por tal motivo, al momento de examinar la posición de la política monetaria se van a tener en cuenta distintos tipos de herramientas usadas por el Banco Central, lo cual implica el análisis de los agregados monetarios, crediticios y las tasas de interés. La importancia de cada instrumento, como se ha advertido, depende de la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República en cada momento del tiempo. En la línea de los argumentos planteados en el anterior subapartado, el análisis se divide en dos subperiodos: 1990 – 1999 y 2000 – 2015.

Desde el punto de vista empírico, se plantean varias formas de evaluar la posición de la política monetaria. La primera consiste en determinar los coeficientes de correlación parciales entre los instrumentos usados por la Banca Central y el ciclo económico. Para determinar las fases del ciclo económico habría dos posibilidades. La primera nace de la propuesta de Kaminsky *et al.* (2004), quienes hacen una distinción entre tiempos buenos y tiempos malos. Los tiempos buenos serían aquellos donde la tasa de crecimiento del PIB se ubica por encima de la mediana del periodo; el resto correspondería a tiempos malos. Otra posibilidad de hacer tal distinción sería separar la serie temporal en sus componentes cíclico y tendencial, lo cual permite obtener la brecha del PIB. Bajo este criterio, los tiempos buenos (auge) serían aquellos donde la brecha del PIB es positiva; el resto correspondería a tiempos malos. Para este apartado, se utiliza la segunda propuesta.

Un método alternativo que permite determinar la posición cíclica de la política monetaria sería el uso de un modelo formal, que representaría aquel que implícitamente sigue la banca central; es decir, su función de reacción frente a los cambios del ciclo económico. Frente a este aspecto, hay dos problemas para el caso colombiano: en primer lugar, dado que la estrategia de política monetaria se modificó en el año 2000, el análisis de todo el periodo con una sola variable de referencia no sería del todo correcto. Y en segundo lugar, hay que tener

en cuenta que la instauración de un nuevo régimen cambiario a partir de 1999 plantea un contexto muy distinto para el manejo de la política monetaria entre los dos subperiodos²⁹²: 1990 – 1999 y 2000 - 2015. A pesar de estas restricciones, el análisis formal de la posición de la política monetaria se va a hacer usando una versión simplificada de la Regla de Taylor, a partir de la propuesta de Kaminsky *et al.* (2004).

Siguiendo el primer método descrito para el examen de la posición cíclica de la política monetaria, se presenta un análisis de los instrumentos utilizados por el Banco de la República dentro del periodo de investigación analizado. Para este propósito, se utilizan las tasas de crecimiento de distintas medidas de política monetaria discriminadas entre los tiempos buenos y los tiempos malos. Como se mencionó anteriormente, la identificación de dichos periodos se realizó a partir de la brecha del PIB. Adicionalmente, se calculó la amplitud del ciclo de la política monetaria²⁹³.

Como se puede observar en el Cuadro 5.2.1, las medidas de política monetaria utilizadas para el análisis de la política monetaria corresponden tanto a agregados monetarios como a tasas de interés. Respecto a los agregados monetarios, para el periodo en su conjunto, la tasa de crecimiento en los tiempos buenos fue superior a la de los tiempos malos; algo que resulta lógico dada su relación con el comportamiento de la producción. Sin embargo, hay una diferencia entre los resultados de la década de los 90 y los de los 2000. Así, mientras en el primer subperiodo los agregados monetarios muestran un incremento en los tiempos buenos, en los tiempos malos se dio una reducción de los mismos (base monetaria²⁹⁴ y M1), lo que indica un sesgo procíclico de la política monetaria. Este aspecto es muy relevante dado que la estrategia de política monetaria en la década de los 90 tenía como meta intermedia el control de los agregados monetarios (véase el subapartado 5.2.2). En los años posteriores al 2000, los agregados monetarios crecieron a unas tasas muy parecidas independientemente de la fase del ciclo económico. Empero, la situación es muy distinta, porque la estrategia de política monetaria seguida por parte del Banco de la República había cambiado.

Con relación a las medidas de tasas de interés, si se analiza el periodo en su conjunto, los porcentajes terminan siendo más altos en los tiempos buenos que en los tiempos malos, lo que indicaría una posición contracíclica en el manejo de este instrumento por parte de la Banca Central. Sin embargo, si los cálculos se hacen por subperiodos, los resultados son muy diferentes. Así, por ejemplo, al observar dos de las medidas más importantes que reflejan el manejo la política monetaria en la década de los noventa, como la TIB y la tasa de interés activa, los porcentajes son superiores en los tiempos malos respecto a los tiempos buenos; lo que indicaría que la Banca Central no fue capaz de ejercer la suficiente influencia sobre las tasas cobradas por el sistema financiero. Esta situación se refleja en la TIBR, que empezó a utilizarse desde 1995, donde claramente se muestra que las tasas de interés fueron mucho más bajas en los tiempos malos que en los buenos.

²⁹² Estos aspectos fueron analizados en los subapartados 5.3.2 y 5.3.3.

²⁹³ Siguiendo a Kaminsky *et al.* (2004), la amplitud del ciclo de política monetaria corresponde a la diferencia entre el promedio de los cambios en cada variable entre los tiempos buenos y los tiempos malos, expresados en puntos porcentuales. Si la amplitud es negativa, la política monetaria tiene una posición procíclica; por el contrario, si el signo es positivo, la política monetaria es de carácter contracíclico.

²⁹⁴ De los dos instrumentos, la base monetaria sería el mejor indicador puesto que es el que más puede controlar la banca central.

Cuadro 5.2.1. Tasas de crecimiento de los agregados monetarios, tasas de interés y amplitud del ciclo de la política monetaria: periodo 1990 – 2015

Tasas de crecimiento de las variables de política monetaria en tiempos buenos y en tiempos malos											
Periodo	Momento del ciclo económico	Tasa de crecimiento (real) de la base monetaria	Tasa de crecimiento (real) de los medios de pago (M1)	Tasa de crecimiento (real) de la oferta monetaria ampliada (M3)	Tasa de interés interbancaria (TIB)	Tasa de interés real	Tasa de interés activa	Tasa de intervención del Banco de la República (TIBR)	Tasa de descuento	Tasa de crecimiento (real) de la cartera neta del sistema financiero	Tasa mínima de expansión del Banco de la República (cierre de año)
1990 - 2015	Tiempos buenos	7,3%	7,4%	11,4%	14,2%	11,5%	24,3%	14,7%	20,9%	12,5%	-0,9%
	Tiempos malos	5,0%	3,9%	2,5%	13,7%	10,6%	23,5%	7,1%	19,6%	1,2%	-3,3%
1990 - 1999	Tiempos buenos	3,4%	4,5%	12,4%	25,5%	16,3%	39,7%	31,8%	37,9%	10,1%	-5,0%
	Tiempos malos	-1,0%	-2,8%	2,5%	27,1%	13,5%	39,8%	12,0%	37,2%	2,2%	-6,0%
2000 - 2015	Tiempos buenos	10,3%	9,6%	10,6%	5,7%	7,9%	12,8%	6,1%	8,2%	14,3%	0,7%
	Tiempos malos	8,0%	7,3%	2,5%	7,0%	9,2%	15,4%	6,5%	10,8%	0,7%	-2,9%
Amplitud del ciclo de la política monetaria											
Periodo	Momento del ciclo económico	Cambio en la tasa de crecimiento (real) de la base monetaria	Cambio en la tasa de crecimiento (real) de los medios de pago (M1)	Cambio en la tasa de crecimiento (real) de la oferta monetaria ampliada (M3)	Cambio en la tasa de interés interbancaria (TIB)	Cambio en la de interés real	Cambio en la tasa de interés activa	Cambio en la tasa de intervención del Banco de la República (TIBR)	Cambio en la tasa de descuento	Cambio en la tasa de crecimiento (real) de la cartera neta del sistema financiero	Cambio en la tasa mínima de expansión del Banco de la República (cierre de año)
1990 - 2015	Tiempos buenos	-0,2%	0,4%	0,2%	1,1%	0,8%	0,7%	-0,8%	-1,1%	0,8%	-0,9%
	Tiempos malos	0,6%	0,1%	-1,0%	-4,1%	-1,5%	-4,0%	-2,9%	0,9%	-4,6%	-3,3%
	Amplitud	-0,8%	0,3%	1,2%	5,2%	2,2%	4,7%	2,1%	-2,0%	5,4%	2,4%
1990 - 1999	Tiempos buenos	-2,4%	0,0%	0,6%	1,8%	2,1%	0,9%	-5,0%	-2,3%	1,3%	-5,0%
	Tiempos malos	-5,3%	-6,6%	-5,7%	-9,0%	-1,3%	-7,1%	-14,0%	-5,8%	-10,4%	-6,0%
	Amplitud	2,9%	6,6%	6,3%	10,8%	3,4%	8,1%	9,0%	3,4%	11,7%	1,0%
2000 - 2015	Tiempos buenos	1,4%	0,7%	0,0%	0,6%	-0,3%	0,6%	0,8%	-0,2%	0,4%	0,7%
	Tiempos malos	2,8%	2,6%	0,8%	-2,3%	-1,5%	-2,8%	-1,6%	3,4%	-2,4%	-2,9%
	Amplitud	-1,4%	-1,9%	-0,8%	2,9%	1,3%	3,4%	2,3%	-3,6%	2,8%	3,6%

Los montos reales de las variables, a partir de las cuales se calcularon las tasas de crecimiento, se calcularon utilizando el deflactor del PIB. La TIB corresponde al promedio de las tasas de interés mensuales (promedio). La tasa de interés activa corresponde a la reportada al final del año. La tasa de interés real se obtuvo restando el IPC de la tasa de interés activa. La TIBR y la tasa mínima de expansión del Banco de la República corresponden a las cifras reportadas a fin de año.

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DNP

Ya en la década de los 2000, donde se esperaba que la actuación de la Banca Central se modificará con respecto a las tasas de interés, entendiendo que había una estrategia mucho más clara en este sentido, en realidad no hay grandes cambios con relación a los noventa. Así, aunque los tipos de interés, en general, son más bajos (tanto en términos reales como nominales), en los tiempos malos fueron superiores a las de los tiempos buenos. Esto sucedió tanto para las tasas de interés de mercado (TIB y activa) como para las que están en el manejo del Banco de la República (TIBR). Teniendo en cuenta estos argumentos, nuevamente, la posición de la política monetaria termina siendo procíclica.

Una vez se realizó la comparación de las medidas de política monetaria tomando los promedios entre los tiempos buenos y los tiempos malos, se procedió a calcular la amplitud²⁹⁵. La diferencia respecto al método anterior está en que en la medida de amplitud se tienen en cuenta las variaciones respecto a una posición inicial (impulsos). A partir de este ejercicio, la posición de la política monetaria no estaría tan clara, puesto que los resultados, prácticamente en todos los casos, terminaron siendo positivos (véase Cuadro 5.2.1); lo cual indicaría un resultado contracíclico. Además, no habría diferencias entre los subperiodos; excepto en el caso de los agregados monetarios, que mostraron una amplitud negativa en el periodo 2000 – 2015. Empero, como se había advertido, este dato no sería muy significativo dentro del análisis puesto que en este periodo el principal indicador de referencia para el manejo de la política monetaria fue la TIBR.

Para ampliar el análisis sobre la posición de la política monetaria, se calcularon las correlaciones parciales de las medidas de política monetaria respecto al componente cíclico del PIB (real)²⁹⁶. En este caso, si la correlación es positiva, indicaría una política monetaria contracíclica; si la correlación es negativa, la política monetaria sería contracíclica; y si la correlación es cero, la posición de la política monetaria respecto al ciclo económico sería acíclica.

Los datos que se presentan en el Cuadro 5.2.2 evidencian, en general, una relación poco significativa entre las medidas de la política monetaria y el ciclo económico. Dicho hallazgo es, en principio, coherente con lo que se había planteado en el marco teórico, puesto que el objetivo fundamental para la Banca Central ha sido el control de la inflación, y no la actividad económica. Sin embargo, las cifras reportadas dejan poca claridad respecto a la posición cíclica de la política monetaria. Así, en la mayoría de los casos, los coeficientes de correlación son positivos, aunque solamente resultan estadísticamente significativos para los agregados monetarios (en los subperiodos 1990 – 2015 y 2000 – 2015), la TIBR y la tasa de interés mínima de expansión del Banco de la República (subperiodo 1995 – 2015).

Para el subperiodo 1990 - 1999, lo que se esperaría es que el ciclo económico tenga una mayor relación con la base monetaria, no obstante, los coeficientes son muy bajos. En el segundo subperiodo, aunque la relación es más fuerte, el resultado no se podría tomar directamente puesto que los agregados monetarios no fueron la principal referencia que utilizó el Banco Central. Lo mismo ocurre con la TIBR. Resulta significativa en el periodo 1995 – 2015, aunque donde verdaderamente empezó a operar es desde el año 2000. Haciendo el ejercicio en estos términos (2000 – 2015), los coeficientes no resultan significativos desde el punto de vista estadístico.

²⁹⁵ Siguiendo la propuesta realizada por Kaminsky *et al.* (2004).

²⁹⁶ El componente cíclico del PIB se obtuvo utilizando el filtro Hodrick- Prescott.

Cuadro 5.2.2. Correlaciones parciales entre las medidas de política monetaria y el componente cíclico del PIB. Periodo 1990 – 2015

Medidas de política monetaria	1990 – 1999			2000 - 2015			1990 - 2015		
	<i>Correlation</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Probability</i>	<i>Correlation</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Probability</i>	<i>Correlation</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Probability</i>
Componente cíclico de la base monetaria (real)	0,2182	0,6325	0,5447	0,5541	2,4908	0,0259***	0,4151	2,2354	0,0350***
Componente cíclico de la cartera neta del sistema financiero (real)	0,8129	3,9476	0,0043***	0,8666	6,4973	0,0000***	0,8610	8,2943	0,0000***
Componente cíclico de los medios de pago (M1) (real)	0,2937	0,8690	0,4101	0,4120	1,6918	0,1128	0,3493	1,8262	0,0803
Componente cíclico de oferta monetaria (M2) (real)	0,8762	5,1429	0,0009***	0,7400	4,1169	0,0010***	0,8127	6,8331	0,0000***
Componente cíclico de oferta monetaria ampliada (M3) (real)	0,8690	4,9670	0,0011***	0,7889	4,8036	0,0003***	0,8498	7,8989	0,0000***
Tasa de interés activa	0,1240	0,3535	0,7328	-0,4104	-1,6837	0,1144	0,3043	1,5650	0,1307
Tasa de interés real	0,3769	1,1508	0,2831	-0,2826	-1,1024	0,2889	0,3401	1,7718	0,0891
Tasa de interés interbancaria (TIB)	-0,0118	-0,0333	0,9743	-0,1942	-0,7407	0,4711	0,3020	1,5517	0,1338
Tasa de crecimiento (real) del crédito doméstico*	0,4868	0,9654	0,4056	0,3489	1,3929	0,1854	0,2413	1,0839	0,2920
Tasa mínima de expansión del Banco de la República**	0,5929	1,2751	0,2921	-0,0100	-0,0375	0,9706	0,5653	2,9871	0,0076***
Tasa de interés de intervención del Banco de la República**	0,8268	2,5459	0,0842	-0,0282	-0,1055	0,9175	0,6180	3,4262	0,0028***

* Datos a partir de 1994; ** Datos a partir de 1995; *** Significativa al 5%

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DNP.

Una vez realizado este ejercicio, hay dos hallazgos importantes: en primer lugar, la política monetaria mostró un sesgo procíclico, especialmente en el subperiodo 1990 – 1999, y, en segundo lugar, hay una relación poco significativa entre las variables de política monetaria y el ciclo económico para el resto del periodo. Desde el punto de vista de los objetivos de esta investigación, dichos hallazgos son consecuentes con las advertencias que se habían realizado en el marco teórico.

Abordada la primera fase dentro de la definición de la posición cíclica de la política monetaria, en adelante, de lo que se trata es de encontrar la función de reacción implícita que ha seguido el Banco Central. Para desarrollar esta tarea, se utiliza una versión simplificada de la regla de Taylor (véase Kaminsky *et al.*, 2004), la cual se presenta en la ecuación 5.2.4.1.

$$i_{cp} = \beta_0 + \beta_1(\pi_t - \pi) + \beta_2 Y_t^c + \mu_t \quad [5.2.4.1]$$

De donde:

i_{cp} = tasa de interés de corto plazo

$\pi_t - \pi$ = brecha de inflación (inflación efectiva menos promedio de inflación).

Y_t^c = brecha del PIB (cociente entre el componente cíclico del PIB y el PIB efectivo)

μ_t = término de error

A partir de la ecuación 5.2.4.1, la posición cíclica de la política monetaria queda definida en el parámetro β_2 . Si $\beta_2 > 0$, la política monetaria es contracíclica, puesto que las tasas de interés se incrementan cuando la brecha del PIB es positiva y bajan cuando es negativa, actuando como un mecanismo de estabilización. Si $\beta_2 < 0$, la política monetaria es procíclica, puesto que las tasas de interés se incrementan cuando la brecha del PIB es negativa y bajan cuando es positiva, contribuyendo a exacerbar el ciclo económico. Si $\beta_2 = 0$, la política monetaria es acíclica. Con relación al parámetro β_1 , aunque inicialmente no es de interés dentro de esta investigación, lo que se espera es que sea positivo ($\beta_1 > 0$), lo cual significa que las tasas de interés se incrementan cuando la inflación se encuentra por encima del promedio, y, por el contrario, disminuyen cuando la inflación se ubica por debajo de dicho porcentaje.

Para el caso colombiano, hay varios ajustes y aclaraciones metodológicas respecto a la propuesta de Kaminsky *et al.* (2004). En primer lugar, para el cálculo de la brecha o desviación de la inflación, no se toma la inflación promedio sino la meta de inflación²⁹⁷. En segundo lugar, no se podría tomar una sola variable dependiente puesto que, como se ha advertido, la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República ha tenido cambios a lo largo del periodo de investigación analizado. En este caso, la medida que cumpliría con tal requisito sería la TIB. No obstante, aunque la idea es que esta variable esté muy relacionada con la tasa de política monetaria, no necesariamente sucede; tal y como se pudo observar en la década de los 90. Respecto a la TIBR, a pesar de que se empezó a utilizar desde 1995, realmente se considera como un instrumento clave para el manejo de la política monetaria solamente desde el año 2000; una vez se implementó el esquema de inflación objetivo. Así las cosas, la propuesta que se toma queda limitada puesto que deja de lado el estudio de los agregados monetarios, que fueron fundamentales en los noventa; aunque se supone que las modificaciones de los mismos terminan impactando las tasas de interés del mercado, que en este caso se reflejarían en la TIB y en la DTF.

²⁹⁷ El problema radica en que este dato está disponible únicamente a partir del año 1993; fecha desde la cual empezó a publicarse por parte del Banco de la República.

La ecuación 5.2.4.1 se estimó a través del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Como variables dependientes se tomaron varias medidas de tasas de interés que directa e indirectamente están reflejando el manejo de la política monetaria (ver Cuadro 5.2.3). Los cálculos fueron realizados para el periodo 1995 – 2015²⁹⁸. Esta decisión se tomó con base en los argumentos señalados en la revisión de la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República, donde se afirmó que desde mediados de la década de los 90 se empezó a hacer el tránsito paulatino desde las señales vía cantidades, reflejadas en los agregados monetarios, hacia las señales vía precios, evidenciadas en las tasas de interés, tanto de mercado como en las que son de resorte de la Banca Central.

Cuadro 5.2.3. Aplicación de la Regla de Taylor para la economía colombiana

Variable endógena	β_0	β_1	β_2	R^2
Tasa de interés interbancaria (TIB)	0,1619* (0.01)	1,4558* (0.1716)	0,201 (0.3325)	0,86
Tasa de interés de intervención del Banco de la República (TIBR)	0,1686* (0.007)	1,5763* (0.2540)	0,625* (0.1060)	0,94
Tasa mínima de expansión del Banco de la República	0,1925* (0.0106)	1,9021* (0.1837)	0,3895 (0.3702)	0,91
Tasa de captación de depósitos a términos fijo (DTF)	0,1772* (0.008)	1,6318* (0.1506)	-0,1206 (0.3034)	0,9

*Significancia estadística al 5%. Los errores estándar aparecen entre paréntesis.

Fuente: elaboración propia con Eviews 9.5

Como se puede observar en el Cuadro 5.2.3, en general, la variable que tiene mayor significancia estadística, y el mayor valor en el parámetro estimado²⁹⁹, es la brecha de la inflación. Esto quiere decir que el Banco de la República mostró una reacción (aversión) mucho más fuerte ante una desviación de la inflación respecto a la meta, por encima de lo sucedido con la brecha del PIB. Dicho resultado es el esperado desde el planteamiento teórico, el cual fue expuesto en el Capítulo 2 y ampliado en el subapartado 5.2.1. En el caso de la brecha del producto, solamente en la especificación donde la variable dependiente es la TIBR resultó significativa desde el punto de vista estadístico³⁰⁰.

Teniendo en cuenta la evidencia empírica aportada dentro de este apartado, no se puede sacar una conclusión definitiva respecto a la posición cíclica de la política monetaria en el periodo 1990 – 2015. Al respecto, resulta muy complejo tener un dictamen mucho más elocuente, puesto que, como se ha advertido, el objetivo fundamental del Banco de la República ha sido el control de la inflación, y no tanto las desviaciones de la brecha del producto. Ahora bien, si el análisis se hace por subperiodos, en el caso de la década de los noventa, la política

²⁹⁸ Corresponden a datos trimestrales (1995Q1 – 2015Q4). La información de los tipos de interés fue obtenida del Banco de la República. Los datos del PIB fueron extraídos de las estadísticas de las cuentas nacionales publicadas por el DANE (las series fueron empalmadas utilizando las tasas de variación en precios constantes de 2005). Para obtener el componente cíclico del PIB, así como el tendencial, se utilizó el filtro Hodrick-Prescott.

²⁹⁹ De acuerdo con Taylor (1993), el parámetro estimado para la brecha de inflación debe ser superior a 1 (véase también Giraldo, 2008; Rhenals y Saldarriaga, 2008). Dentro de las estimaciones que se muestran en el Cuadro 5.2.3, se cumple con dicho requisito.

³⁰⁰ Las cuatro regresiones cumplen con los requisitos de ausencia de correlación serial, los residuos se distribuyen normalmente y no son heteroscedásticos. Además, ninguna de las series utilizadas presenta problemas de raíces unitarias.

monetaria, efectivamente, mostró una posición procíclica. En el resto del periodo, dicho sesgo se habría reducido significativamente.

5.2.5. A manera de síntesis

En el desarrollo de este apartado se pudo mostrar que el Banco de la República cumplió con su objetivo fundamental que fue el control de la inflación. Y aunque el comportamiento de dicha variable no solamente se puede atribuir a las medidas de política monetaria (véase Ocampo *et al.*, 2015), lo cierto es que se ha logrado estabilizar los precios en unos niveles consistentes con la meta de largo plazo establecida por parte del Banco Central. Ahora bien, lo que se ha afirmado dentro de esta investigación es que, al haber un objetivo superlativo, el resto de variables macroeconómicas van a presentar una serie de distorsiones. En este caso, lo que se pudo ver es que el Banco de la República reaccionó con mayor contundencia ante las desviaciones de la inflación que ante las fluctuaciones de la brecha del producto, lo que terminó generando un resultado procíclico en el manejo de los instrumentos de política monetaria. Dicho fenómeno se observó con mayor claridad durante la segunda parte de la década de los noventa (véase también Kalmanovitz, 2001); algo que es entendible dado el mayor nivel de sensibilidad de la economía colombiana ante los efectos generados como resultado de los *shocks* externos (véase Fernández, 2005).

Más allá de las dificultades que se plantean en el manejo de la política monetaria en el marco de una economía abierta, lo cierto es que el Banco de la República terminó tomando decisiones que, en algunas fases del periodo estudiado, alimentaron los efectos procíclicos ocasionados como resultado de los ciclos comerciales y los financieros. En estos términos, este instrumento de política económica no ha mitigado la prevalencia de la inestabilidad macroeconómica y, por esta vía, también ha contribuido a exacerbar la VM. Ahora bien, aunque hay evidencia que indica que el Banco de la República asumió una posición contracíclica durante varias fases del lapso analizado (2006 – 2009)³⁰¹, lo cierto es que al evaluar el conjunto del periodo predominó un resultado procíclico; particularmente en la década de los 90.

Así entonces, se colige que la política monetaria no fue capaz de revertir gran parte de las consecuencias derivadas de los *shocks* externos en tanto que su objetivo fundamental fue el control de la inflación. En esta medida, el manejo de la política monetaria estuvo en el origen de los principales desequilibrios macroeconómicos generados en la economía colombiana durante el periodo de tiempo analizado; y en particular, el exceso de gasto acumulado durante las fases de auge, que se reflejó al final en un déficit significativo de la cuenta corriente (véase Capítulo 4).

Con relación a los hallazgos encontrados en otros estudios, los resultados de esta investigación son consecuentes en el sentido de que el Banco de la República priorizó el objetivo inflacionario (véase Bernal, 2003; Urrutia y Fernández, 2003; Correa, 2004; Posada y Morales, 2007; Giraldo, 2008; Rhenals y Saldarriaga, 2008; Giraldo *et al.*, 2011; Pabón y Bedoya, 2016); no obstante, difieren en términos de los objetivos y el periodo de tiempo analizado. De hecho, en la mayoría de los casos, lo que se intenta es encontrar evidencia empírica que soporte la idea de que el Banco de la República haya seguido algún tipo de regla implícita en el manejo de la política monetaria (véase Giraldo, 2008; Rhenals y Saldarriaga, 2008; Ocampo *et al.*, 2015; Pabón y Bedoya, 2016). Por tanto, se deja de lado los efectos causados sobre la producción y la demanda agregada. Además, en todos los casos se analiza

³⁰¹ Para ampliar este tema, véase Betancourt y Vargas (2008), Bustamante (2011), Hamann *et al.* (2014) y Ocampo *et al.* (2015).

la política monetaria por separado, mientras que en esta investigación se aborda como uno más de los instrumentos de política económica. Solamente en el caso de Posada y Morales (2007), quienes estudian el periodo 1996 – 2006, concluyen que la política monetaria fue procíclica y que dicha posición habría sido explicada por los efectos derivados de los flujos de capital.

Ahora bien, en algunos estudios que examinan el manejo del esquema de inflación objetivo en la economía colombiana encuentran que el Banco de la República sí se preocupó por el comportamiento de la brecha del producto (véase Hamann, *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015; Barros *et al.*, 2017). No obstante, los mismos advierten que el grado de incidencia sobre dicha variable terminó siendo muy pequeño, con lo cual, la mayor eficiencia se dio en el control de la inflación (véase Giraldo, 2008; Rhenals y Saldarriaga, 2008; Hamann, *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015; Pabón y Bedoya, 2016).

Los resultados señalados anteriormente plantean algunas diferencias con relación a los hallazgos encontrados dentro de esta investigación, porque terminan afirmando que la posición de la política monetaria habría sido contracíclica, por lo menos durante algunos años (véase Hamann, *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015). Al respecto, hay varias diferencias que es importante mencionar. En primer lugar, los periodos estudiados no son los mismos. En el caso de Ocampo *et al.* (2015), por ejemplo, solamente analizan la etapa expansiva de la economía colombiana que va desde el año 2003 hasta el 2013, con lo cual, dejan de lado los momentos de desaceleración de la economía que se vieron tanto a inicios de los 2000 como entre los años 2014 al 2015. En segundo lugar, estos autores destacan la posición que asumió el Banco de la República en un subperiodo muy concreto, que fue el comprendido entre 2006 y 2008, donde la autoridad monetaria utilizó varias herramientas contracíclicas para el control del crecimiento de la demanda agregada y del crédito (Hamann *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015). Sobre este subperiodo, lo que se ha señalado dentro de esta investigación es que la intervención del Banco de la República se dio en un escenario de inflación creciente. Por lo cual, aunque pudo haber una preocupación por el recalentamiento de la economía, la dinámica de los precios jugó un rol trascendental en la posición asumida por parte de la banca central.

En términos metodológicos, el hecho de abordar el análisis de la política monetaria teniendo en cuenta las particularidades de cada subperiodo ofreció una mejor capacidad explicativa respecto al modelo formal. Esta situación es un reflejo de que la posición de política monetaria no es lineal, algo que es normal debido a los cambios en el contexto económico y la estrategia monetaria (y cambiaria) seguida por el Banco de la República. Así, las modificaciones en el uso de los instrumentos de intervención, aunque iban en la misma línea respecto al objetivo fundamental que era el control de la inflación, representaron un desafío importante a la hora de evaluar la forma de actuar por parte de la Banca Central.

5.3. LA POLÍTICA CAMBIARIA EN COLOMBIA Y LA VULNERABILIDAD MACROECONÓMICA: PERIODO 1990 - 2015

En el marco teórico planteado en el Capítulo 2 se resaltó la importancia que tiene el tipo de cambio a la hora de explicar la VM de un país; entendiendo que el comportamiento de esta variable es fundamental para la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos (véase Edwards *et al.*, 2003; Frenkel y Taylor, 2006; CEPAL, 2010; Frenkel y Rapetti, 2010; Ffrench-Davis, 2015). En términos de la economía real, se señaló que las distorsiones que generan los movimientos cambiarios ocasionan graves consecuencias tanto en los componentes de la oferta como en los de la demanda agregada (véase Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; CEPAL,

2001, 2010; Frenkel y Taylor, 2006; Ocampo, 2007b, 2011; Echavarría *et al.*, 2010; Ffrench-Davis, 2010, 2012a, 2015), ocasionando como resultado una serie de desajustes que, al final, terminan afectando el comportamiento del PIB³⁰² (Frenkel y Taylor, 2006; Eichengreen, 2007; Levy-Yeyati *et al.*, 2013).

El impacto ocasionado por las fluctuaciones del tipo de cambio sobre los agregados reales, especialmente en las economías emergentes, se presenta debido a que esta variable, en un contexto liberalización comercial y financiera (y un tipo de cambio flexible), responde con mayor fuerza a los movimientos de capitales, asociados a los ciclos de financiamiento externo, y no tanto a los cambios de la productividad (véase Rodrik, 2001; Ffrench-Davis, 2010, 2015). Como consecuencia, el conflicto entre los objetivos comerciales y financieros termina dirimiéndose a favor de los últimos; generando graves efectos sobre el sector real de la economía (véase CEPAL, 2010).

Para el caso colombiano, el comportamiento del tipo de cambio fue analizado tanto en el Capítulo 3 (apartados 3.3. y 3.4) como en el capítulo 4 (apartado 4.3), donde se pudo observar la influencia que han tenido los ciclos externos (comerciales y financieros) en la dinámica de dicha variable. La conclusión a la que se llegó es que el tipo de cambio, tanto en términos nominales como reales, ha permanecido desalineado durante la mayor parte del periodo de referencia de esta investigación.

En el marco expuesto hasta el momento, más allá de los determinantes del tipo de cambio y los efectos que esta variable ocasiona sobre los principales agregados macroeconómicos, un punto fundamental dentro del análisis está en la posición asumida desde las autoridades gubernamentales frente a la dinámica de esta variable.

Ahora bien, vale la pena advertir que el manejo de la política cambiaria es muy diferente al del resto de instrumentos de política económica que fueron analizados hasta el momento (la política fiscal y la monetaria). En este caso, de lo que se trata es de determinar cuál ha sido la posición del Banco de la República³⁰³ frente al comportamiento de una variable cuyo precio se determina en el mercado. Para entender estos aspectos, necesariamente hay que hacer referencia al régimen cambiario (y monetario) existente, lo cual ofrece señales acerca del papel activo o pasivo que puede asumir la autoridad encargada de la gestión cambiaria.

Para determinar la posición asumida por parte del Banco de la República frente al comportamiento del tipo de cambio, al igual que en el caso de la política monetaria (y en la política fiscal), es necesario identificar el (los) objetivo (s) que busca³⁰⁴ y los instrumentos utilizados por dicha autoridad. Sin embargo, los resultados podrían ser poco concluyentes, debido a que, por ejemplo, algunas de las variables que afectan el tipo de cambio no las puede

³⁰² Desde el punto de vista de la oferta, la influencia del canal cambiario sobre el crecimiento económico está asociada a los efectos que genera dicha variable en la asignación sectorial de recursos y en los cambios de la productividad (Eichengreen, 2007). Además, para el autor, no solamente importa la trayectoria sino también la volatilidad cambiaria (nominal y real); debido a las repercusiones que genera esta variable tanto en el comercio como en la inversión. Para ampliar el análisis sobre los efectos que genera el tipo de cambio en distintas variables, tanto reales como nominales, véase Frenkel y Taylor (2006) y Frenkel y Rapetti (2010).

³⁰³ Que para el caso colombiano tiene como una de sus funciones la gestión del tipo de cambio. En otros países, dicha tarea está en manos del gobierno.

³⁰⁴ Como se detalla más adelante, puede haber varios objetivos incorporados, tales como: la reducción de la volatilidad, el control de la inflación, cierto nivel de tipo de cambio real que favorezca las exportaciones y el crecimiento económico (véase Frenkel y Taylor, 2006; Eichengreen, 2007; CEPAL, 2010; Frenkel y Rapetti, 2010), que sería lo ideal desde el planteamiento de la MD (CEPAL, 2010). Un propósito adicional también puede ser el ofrecer mayor seguridad a los flujos financieros internacionales, tal y como sucedió en varias economías emergentes durante la década de los 90.

controlar directamente el banco central, como es el caso de los flujos de capital. Además, las medidas de carácter cambiario podrían causar efectos no deseados, particularmente en términos monetarios, con lo cual, pueden haber un sinnúmero de dificultades en la gestión de esta variable tanto en términos de herramientas como de objetivos³⁰⁵ (véase CEPAL, 2010).

Dados los inconvenientes que plantea el manejo de una política cambiaria explícita, se han planteado una serie de cuestionamientos hacia la misma. Desde una perspectiva ortodoxa, se ha advertido que en un contexto donde hay grandes movimientos de capitales la gestión cambiaria sería totalmente ineficiente, por lo cual, cualquier intento de influir en el tipo de cambio no generaría los resultados deseados (véase CEPAL, 2010; Uribe *et al.*, 2015). Por las razones expuestas, no resulta sencillo calificar la posición adoptada por parte de la banca central frente al comportamiento del tipo de cambio.

Teniendo en cuenta los elementos mencionados hasta el momento, este apartado está organizado de la siguiente manera: en una primera parte se aborda de una manera muy sucinta la discusión sobre los criterios que se tienen en cuenta para escoger el régimen cambiario, enfatizando en la situación a la cual se enfrentan las economías en desarrollo. En una segunda parte se analizan los mecanismos de intervención y los objetivos de la banca central dependiendo de cada régimen cambiario. Y, por último, se examinan los resultados de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario colombiano dentro del periodo de investigación analizado.

5.3.1. Régimen cambiario

Para Frenkel y Rapetti (2010, p. 6), “un régimen de tipo de cambio se define por las reglas seguidas por el banco central con respecto al grado de intervención en el mercado cambiario y, por lo tanto, por el grado de compromiso oficial en la determinación del tipo de cambio nominal”. Debido a la importancia del tipo de cambio dentro de la economía de un país (véase Frenkel y Taylor, 2006), una de las discusiones que se presentan dentro del manejo de la política económica tiene que ver con la elección del régimen cambiario.

Para Edwards *et al.* (2003, p. 54), la escogencia del régimen cambiario depende de varios factores, tales como: las características estructurales de cada país, incluyendo el grado de dolarización del sistema financiero, el nivel de flexibilidad del mercado laboral, el efecto del tipo de cambio en los precios (*pass through*) y la historia inflacionaria de cada caso. Además, se debe tener en cuenta aspectos como la naturaleza de los choques (reales o nominales) y el grado de movilidad del capital (Bordo, 2003).

En el caso de América Latina, y muchas economías en desarrollo, debido a las características del modelo de inserción comercial, la elección del esquema cambiario se ha basado

³⁰⁵ En el apartado 5.2. se analizó, tanto desde el punto de vista teórico como empírico, la posición de la política monetaria, donde se pudo observar la relación con los esquemas cambiarios. Como se pudo ver, los cambios en el manejo de la política monetaria han ido de la mano con las modificaciones introducidas en el régimen cambiario. Para el caso de las economías en desarrollo como la colombiana, la relación entre estos dos instrumentos de política económica es muy estrecha debido a la influencia que ejerce el tipo de cambio en la dinámica de los precios (véase Frenkel y Taylor, 2006; Frenkel y Rapetti, 2010; CEPAL, 2012, 2014). De esta manera, el tipo de cambio puede actuar como un mecanismo de transmisión monetaria (Frenkel y Taylor, 2006). Para el caso colombiano, la relación entre los esquemas cambiarios y su contribución en el control de la inflación fue muy evidente durante la década de los noventa (véase Jaramillo *et al.*, 1999). Asimismo, en los 2000, lo que se ha advertido en esta investigación es que la apreciación cambiaria ha ejercido un papel determinante en el control de la inflación.

fundamentalmente en las variaciones del contexto internacional y los cambios abruptos en la situación macroeconómica de cada país (Frenkel y Rapetti, 2010).

Desde los años setenta, la escogencia del régimen cambiario en la mayoría de países, en buena medida, ha seguido la lógica de lo que se conoce en la literatura económica como el trilema de la política monetaria en las economías abiertas. Ahora bien, a pesar de la gran difusión de esta formulación, las soluciones de esquina no han estado exentas de dificultades (véase Edwards *et al.*, 2003; Bordo, 2003). Respecto a los esquemas de tipo de cambio fijo, se exige cierto tipo de disciplina que muchos países no están dispuestos a cumplir, tanto por razones políticas como económicas, y/o porque no tienen la capacidad plena para defender el tipo de cambio oficial³⁰⁶. Esta situación se hizo visible en los años noventa, donde se dieron varios ataques especulativos hacia las monedas de las economías emergentes. En ese momento, se consideró que los tipos de cambios fijos (en sus distintas versiones) y algunos esquemas cambiarios intermedios estaban asociados a la ocurrencia de crisis financieras y/o cambiarias (Edwards *et al.*, 2003).

En medio de las presiones económicas y financieras de finales de los 90 e inicios de los 2000, muchos países optaron por la implementación de un tipo de cambio flexible. Desde una perspectiva ortodoxa, se consideró que este tipo de arreglo cambiario sería más “creíble” para las circunstancias económicas y financieras de la economía mundial; además de liberar espacio para una política monetaria orientada hacia objetivos diferentes a los cambiarios (Edwards *et al.*, 2003).

Respecto a las ventajas de uno u otro mecanismo de arreglo cambiario, las posiciones son diversas y han venido evolucionando con el pasar de los años (Bordo, 2003). Bajo el trilema de la política monetaria, la controversia se ubica alrededor de los puntos extremos (esquinas) donde estarían, por una parte, el tipo de cambio fijo, y otra, el tipo de cambio flexible. No obstante, la realidad es que hay una serie de mecanismos intermedios que se han venido utilizando por parte de distintos países, especialmente en el caso de las economías emergentes³⁰⁷ (Frenkel y Rapetti, 2010).

Dentro del periodo de investigación estudiado, tanto los esquemas intermedios como el sistema de tipo de cambio flexible resultan de especial interés, puesto que Colombia utilizó varios de estos mecanismos durante la década de los 90³⁰⁸, hasta llegar al sistema que existe en la actualidad, que corresponde a una flotación administrada (*managed floating*) (véase Frenkel y Rapetti, 2010). En este último caso, si bien es cierto que la banca central no tiene un compromiso explícito respecto al nivel del tipo de cambio nominal, dicha autoridad puede intervenir de manera discrecional (véase Frenkel y Rapetti, 2010) o de acuerdo a unas reglas preestablecidas (véase Echavarría *et al.*, 2010; Uribe *et al.*, 2015).

Teniendo en cuenta los argumentos esbozados, resulta claro que no es fácil escoger un determinado régimen cambiario, tanto por las implicaciones económicas que este puede tener como por las dificultades técnicas que plantea. No obstante, a partir de las

³⁰⁶ Desde la ortodoxia, las críticas hacia los sistemas de tipos de cambio fijos se relacionan con los grandes costos de ajuste ante la presencia de *shocks* externos negativos y la sobrevaluación de las monedas (Edwards *et al.*, 2003).

³⁰⁷ Dentro de este apartado, no se busca hacer una discusión amplia sobre los diferentes arreglos cambiarios y monetarios. Para ampliar la información acerca de los esquemas adoptados por algunos países, véase Bordo (2003) y, para el caso de América Latina, véase Frenkel y Rapetti (2010).

³⁰⁸ Los esquemas de minidevaluaciones (*crawling peg*) así como las bandas cambiarias fueron descritos en el apartado 3.3.

repercusiones que generan los movimientos cambiarios, muchos de los bancos centrales terminan interviniendo en este mercado. Las razones por las cuales actúa la banca central se describen en el siguiente subapartado.

5.3.2. Intervención de la banca central en el mercado cambiario

De acuerdo con Sarno y Taylor (2001), las autoridades de un país intervienen en el mercado cambiario cuando compran y venden divisas buscando influir en el comportamiento del tipo de cambio³⁰⁹. Desde el punto de vista teórico, la intervención de la banca central opera a través de tres canales: el canal del equilibrio de cartera (portafolio de los agentes); el de las expectativas o señalización; y a través de las señales de burbujas (Sarno y Taylor, 2001; Echavarría *et al.*, 2010). En el primer caso, la influencia de la autoridad cambiaria se daría a partir de los incentivos que se generan para que los inversores recompongan su cartera (entre activos nacionales y extranjeros). En el segundo caso, la influencia de la banca central sobre el precio de la divisa se genera porque la intervención en una determinada línea es una señal que indica el rumbo que va a tomar la política cambiaria (o monetaria) hacia el futuro. En el tercer canal, lo que se busca es “realinear” la tasa de cambio cuando esta se desvía de los fundamentales.

Las razones que tiene la banca central para tratar de influir sobre la trayectoria cambiaria, en general, se basan en el hecho de que las soluciones de esquina no necesariamente son las más eficientes (véase Bordo, 2003; Frenkel y Taylor, 2006). Bajo un esquema de tipo de cambio fijo o intermedio, la intervención de la banca central simplemente busca cumplir con el objetivo cambiario preestablecido. Ahora bien, dentro de un esquema de tipo de cambio flexible, pero administrado, la banca central también intenta influir sobre el tipo de cambio. Bajo este arreglo cambiario, “los bancos centrales intervienen para reducir las fuertes fluctuaciones de corto plazo en la tasa de cambio, para suavizar o corregir tendencias “excesivas” en ésta, o para modificar el nivel de las reservas internacionales, los medios de pago y el nivel de largo plazo de la cuenta corriente y de la cuenta de capital”³¹⁰ (Echavarría *et al.* 2010, p.15). Para los autores, este mecanismo, además de que es compatible con el esquema de inflación objetivo, debido a sus efectos tanto en los precios como en la brecha del PIB, contribuye a reducir la vulnerabilidad externa del país.

Bajo un esquema cambiario de flotación administrada, la intervención cambiaria se había justificado por el temor de sufrir grandes y repentinas depreciaciones de la moneda; fenómeno que fue catalogado como el “miedo a flotar” (Calvo y Reinhart, 2002). No obstante, desde el año 2000 en adelante, en medio de un escenario de gran liquidez a nivel mundial, uno de los objetivos de las intervenciones en el mercado cambiario ha sido limitar las apreciaciones de la moneda más que las depreciaciones; algo que se ha etiquetado como el “miedo a la apreciación” (véase Levy-Yeyati *et al.*, 2013). Para estos autores, el ejercicio de la banca central en este sentido se justifica por los beneficios que genera la depreciación de la moneda para el crecimiento económico, en la medida que contribuye a incrementar el ahorro interno y la acumulación de capital.

Más allá de los objetivos que pueda tener la banca central a la hora de intervenir en el mercado cambiario, existen diversos factores que afectan la efectividad de su gestión sobre la dinámica del tipo de cambio, tales como: la estrategia de intervención, el grado de credibilidad de la banca central, la eficiencia de los mercados (Toro y Julio, 2005), las expectativas sobre el tipo

³⁰⁹ Las intervenciones cambiarias se clasifican en esterilizadas y no esterilizadas, dependiendo si la banca central permite que tales operaciones modifiquen (compensen) la base monetaria o no (Sarno y Taylor, 2001).

³¹⁰ Sobre este tema, véase también Villar y Rincón (2001).

de cambio y la capacidad de la autoridad económica para esterilizar las entradas o salidas de capital, y las mismas operaciones en el mercado cambiario³¹¹ (Sarno y Taylor, 2001; Edwards *et al.*, 2003; Frenkel y Taylor, 2006).

Ahora bien, aunque la labor de las autoridades resulta muy compleja en un contexto de gran movilidad de los flujos de capital, lo cierto es que hay varios mecanismos que permiten que la banca central pueda adoptar una posición activa en la senda del tipo de cambio (Edwards *et al.*, 2003; Frenkel y Taylor, 2006). Desde luego, este planteamiento dista de aquellas posturas que abogan por una liberalización plena de este mercado.

Para determinar el grado de intervención de la banca central dentro del mercado cambiario existen diferentes métodos tanto en términos del grado como de los efectos sobre el comportamiento de la variable objetivo; algo que también afecta la clasificación del régimen cambiario³¹² (Toro y Julio, 2005; Levy-Yeyati *et al.*, 2013). En el caso colombiano, desde la implementación del tipo de cambio flexible, el Banco de la República interviene en el mercado cambiario tanto por reglas automáticas (preanunciadas) como por mecanismos discrecionales (*secretas*)³¹³. Existen tres modalidades de intervención: las subastas holandesas de opciones para acumulación/desacumulación de reservas³¹⁴ o para el control de la volatilidad³¹⁵, la compra y venta directa de divisas, y las intervenciones discrecionales para la acumulación/desacumulación de reservas³¹⁶ (Echavarría *et al.*, 2010; Uribe *et al.*, 2015). A partir de los elementos citados, es posible examinar la forma y el grado de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario colombiano.

5.3.3. La posición del Banco de la República en el manejo de la política cambiaria en Colombia durante el periodo 1990 - 2015

El comportamiento del tipo de cambio en Colombia durante el periodo de investigación analizado y los efectos que sobre esta variable han generado los ciclos externos (financieros y comerciales) fueron abordados en los capítulos 3 (apartado 3.3.) y 4 (apartado 4.3). Una de las principales conclusiones que se obtuvo a partir del análisis del tipo de cambio es que esta variable, en términos generales, ha permanecido desalineada³¹⁷, lo cual se reflejó en los periodos largos de apreciación (real y nominal) que se dieron tanto en la década de los 90 como en los 2000.

³¹¹ Aunque también hay dudas sobre la efectividad de las operaciones esterilizadas en la medida que la política monetaria no se altera (Toro y Julio, 2005). Si esto es así, lo único que lograría la banca central es incrementar la volatilidad del tipo de cambio. En el caso de las operaciones no esterilizadas, el problema está en que podrían afectar el comportamiento de los precios (Uribe *et al.*, 2015).

³¹² La clasificación de los regímenes cambiarios puede ser de *jure* o de *facto*. En el primero caso, es la autoridad económica la que lo define; en el segundo, el esquema cambiario viene determinado por las acciones que lleva a cabo la autoridad encargada de la política cambiaria, que al final estarían reflejando si existe algún tipo de objetivo sobre esta variable. Para determinar el grado de intervención se utilizan medidas como la variación de las reservas internacionales o la volatilidad del tipo de cambio (véase Levy-Yeyati *et al.*, 2013).

³¹³ Para cada año, el Banco de la República expide una circular donde indica los mecanismos e instrumentos bajo los cuales opera la intervención en el mercado cambiario.

³¹⁴ Este tipo de instrumento tiene una periodicidad mensual y puede ejercerse cuando la tasa de cambio es inferior a su nivel de tendencia, teniendo en cuenta el promedio móvil de los últimos 20 días (Echavarría *et al.*, 2010).

³¹⁵ Esta herramienta se utiliza cuando el tipo de cambio presenta una desviación de 5% durante un día con respecto al promedio móvil de los últimos veinte días hábiles (Echavarría *et al.*, 2010); aunque dicho porcentaje ha tenido cambios durante el periodo la vigencia del tipo de cambio flexible (Echavarría *et al.*, 2013).

³¹⁶ Este mecanismo entró en vigencia desde el mes de septiembre de 2004.

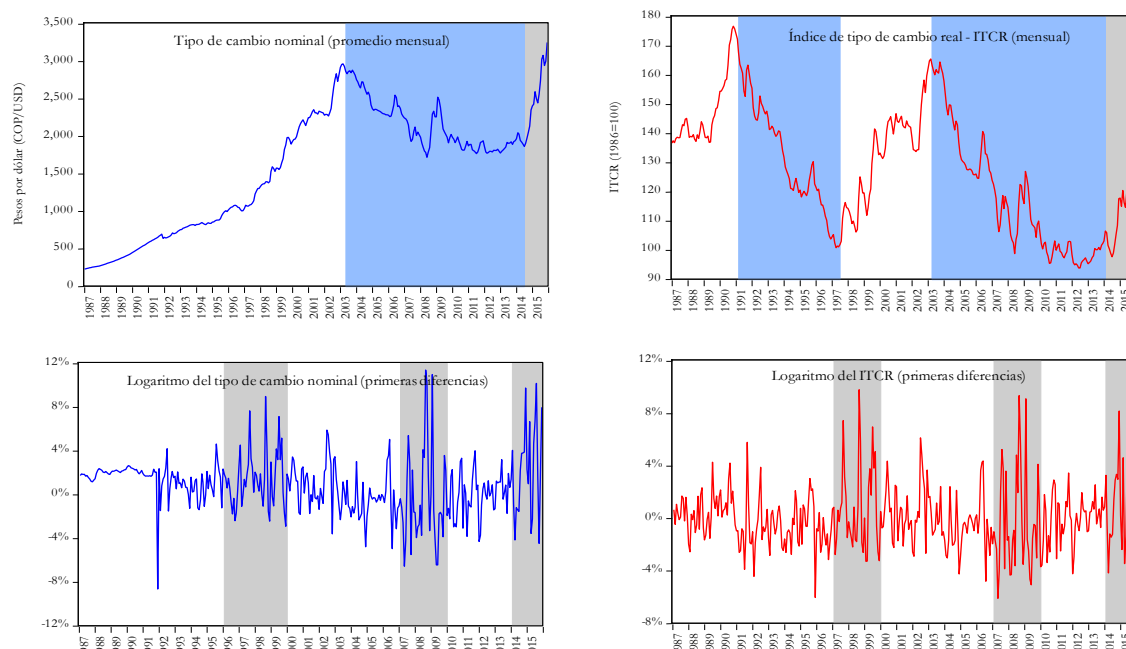
³¹⁷ Alejada de su nivel de equilibrio (véase Edwards *et al.*, 2003).

Teniendo en cuenta la importancia que adquiere el tipo de cambio en un contexto de apertura comercial y financiera, sobre todo por los efectos que genera sobre las variables reales, al inicio de este apartado se destacó la necesidad de evaluar la posición de la banca central frente al comportamiento de esta variable. Antes de emprender esta tarea, es importante resaltar que algunos elementos ya han sido abordados. Así, en el subapartado 3.3.1 se hizo un breve análisis de los arreglos cambiarios que ha tenido Colombia entre 1990 – 2015, destacando las razones por las cuales se pasó de los esquemas intermedios al sistema de tipo de cambio flexible. Para complementar este análisis, en el apartado 5.2 se realizó una explicación mucho más amplia, esta vez, desde el punto de vista del manejo de la política monetaria. En consecuencia, de lo que se trata ahora es de ver cómo ha actuado la Banca Central en cada uno de los regímenes cambiarios que han estado vigentes a lo largo del periodo analizado.

Antes de pasar a examinar los mecanismos de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, y la efectividad de los mismos, en el Gráfico 5.3.1 se muestra el comportamiento del tipo de cambio tanto en términos reales como nominales. Adicionalmente, para cada uno de los casos, se enseña el gráfico de rendimientos³¹⁸, lo cual permite observar los periodos de acumulación de volatilidad de las dos variables.

De acuerdo a la información reportada en el Gráfico 5.3.1, hay dos fenómenos que es importante resaltar respecto al comportamiento del tipo de cambio del peso colombiano durante el periodo de tiempo estudiado. En primer lugar, se resalta la alta volatilidad cambiaria, especialmente durante la segunda mitad de la década de los noventa; que a la postre dio lugar al abandono del sistema de bandas cambiarias y a la adopción del esquema de tipo de cambio flexible. En segundo lugar, como se había mencionado en los capítulos 3 y 4, uno de los fenómenos más significativos es el de la apreciación de la moneda.

Gráfico 5.3.1. Tipo de cambio nominal y real (mensual) y tasa de retorno. Periodo 1987 – 2015*



*Para el periodo 1987 – 1991, los datos fueron tomados de la serie empalmada de la TRM con los certificados de cambio (Banco de la República).

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

³¹⁸ Estos se calculan con las primeras diferencias del logaritmo neperiano de cada observación. Los datos utilizados para este ejercicio corresponden a promedios mensuales.

Debido a los efectos que ha generado la apreciación cambiaria sobre la dinámica de macroeconómica colombiana, la posición de la Banca Central será evaluada a partir de su capacidad para enfrentar este desequilibrio macroeconómico.

Para evaluar la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario hay que tener en cuenta el régimen vigente en cada periodo y la disponibilidad de información sobre sus actuaciones. En este caso, dicha tarea se va a emprender por dos vías: la de los mecanismos de intervención reportados por el Banco de la República, que sería el reflejo de las actuaciones directas, y, en segundo lugar, utilizando los datos de las reservas internacionales (véase Toro y Julio, 2005; Echavarría *et al.*, 2010) y las tasas de interés, que corresponderían a una fuente indirecta que muestra la manera en que actúa el banco central en el mercado cambiario³¹⁹. Dado que la información sobre los mecanismos de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario está disponible solamente para el periodo donde entró en vigencia el tipo de cambio flexible (desde 1999), el análisis para la década de los noventa se aborda utilizando los datos de las reservas internacionales y de las tasas de interés³²⁰.

A. La intervención del Banco de la República en el mercado cambiario colombiano en el subperiodo 1990 – 1999

En el Capítulo 3 de esta investigación se había señalado que a pesar del incremento de los flujos internacionales de capital hacia la economía colombiana durante la década de los 90, las reservas internacionales de este país habían crecido muy poco (0,55% promedio anual entre 1993 y 1999). De hecho, el *stock* de dicha variable permaneció en unos niveles similares entre 1993 y 1999, luego de que había pasado de 3.821 millones de dólares en enero de 1991 a un monto de 7.971 millones de dólares en enero de 1993; es decir, una variación del 108,6%.

Una de las razones que se señaló para explicar el comportamiento de las reservas internacionales fue que la cuenta corriente había mostrado un déficit muy elevado; con lo cual, quedó absorbida una parte significativa del superávit generado por los flujos de capital externo. Sin embargo, a pesar de que el argumento expuesto es válido, hay que tener en cuenta que, bajo los esquemas cambiarios intermedios vigentes en Colombia durante los 90, las reservas internacionales se convirtieron en uno de los instrumentos más importantes con los que contaba el Banco de la República para “defender” el tipo de cambio.

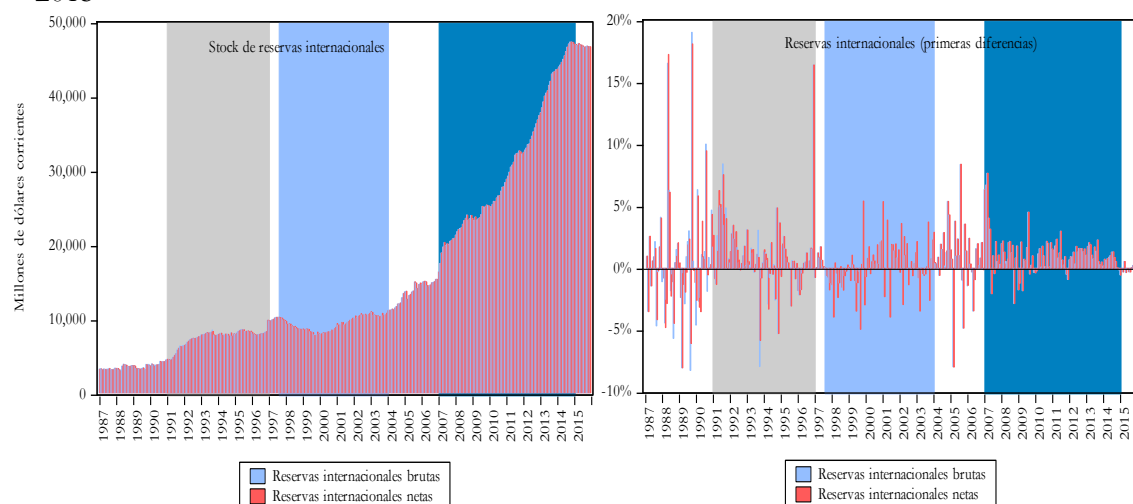
El comportamiento de las reservas internacionales se muestra en el Gráfico 5.3.2. Hay dos características que es importante resaltar: la mayor volatilidad reportada por esta variable durante los 90 y el crecimiento acelerado del *stock* desde mediados de la década de los 2000. Con relación a la volatilidad, el comportamiento queda recogido en la desviación estándar de las variaciones mensuales (del *stock*), que alcanzó un 2.5% entre 1990 y 1999, lo que representa un 60% más del porcentaje reportado entre el año 2000 y el 2015 (1.5%). Ante este hecho, se vislumbra una relación entre las variaciones del *stock* de reservas internacionales y los esquemas cambiarios vigentes durante el subperiodo en mención.

³¹⁹ También se podría incorporar otra variable como los controles a los flujos de capital, los cuales se utilizaron tanto en la década de los 90 como a mediados de los 2000. No obstante, hay una discusión para el examen de los mismos, ya que implica un proceso que se realiza en dos etapas. Por una parte, se requiere evaluar la incidencia de dicho instrumento sobre los montos y composición de los flujos de capital, y por otra, la relación con la dinámica del tipo de cambio (véase Ocampo *et al.*, 2015).

³²⁰ Un análisis preliminar de las reservas internacionales también se realizó en el Capítulo 3, dado que este es un componente de la balanza de pagos.

Ahora bien, la década de los 90 no fue uniforme en términos del manejo cambiario. Dado que entre 1990 y 1994 no había una meta fija para el tipo de cambio sino una devaluación paulatina (minidevaluaciones), lo que buscó realmente el Banco de la República fue evitar que este proceso se diera de forma desordenada y abrupta. Este propósito se alcanzó, en parte, gracias a los flujos de capital que llegaron a la economía colombiana durante los primeros años de este subperiodo; especialmente entre 1993 y 1994. En estos términos, hasta la primera mitad de la década de los 90, no se requirió una intervención amplia por parte del Banco Central; algo que también se observa en la estabilidad de las reservas internacionales (véase Gráfico 5.3.2).

Gráfico 5.3.2. *Stock* de reservas internacionales y tasa de retorno (mensuales). Periodo 1987 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

Desde septiembre de 1994, cuando se implementó el esquema de bandas cambiarias, la intervención del Banco de la República solamente se demandaba cuando el tipo de cambio se acercaba a los límites (techo o piso) de la misma³²¹. Dicho esquema se vio favorecido por el incremento de las entradas de capital durante estos años, incluso con los efectos transitorios que generó la crisis mexicana sobre el tipo de cambio del peso colombiano³²².

La postura que mostró el Banco de la República frente al comportamiento del tipo de cambio fue conformista, lo cual se explica por dos razones: en primer lugar, porque el esquema de bandas cambiarias se había mantenido y, en segundo lugar, porque la inflación se estaba reduciendo. Además, como lo afirman Villar y Rincón (2001) y Urrutia (2005), el arreglo cambiario vigente durante estos años le permitía a la autoridad cambiaria modificar los límites de las bandas cuando estos se vieran amenazados. Desde este punto de vista, para los autores mencionados, la intervención solamente buscó reducir la volatilidad y no tanto influir en la tendencia del tipo de cambio.

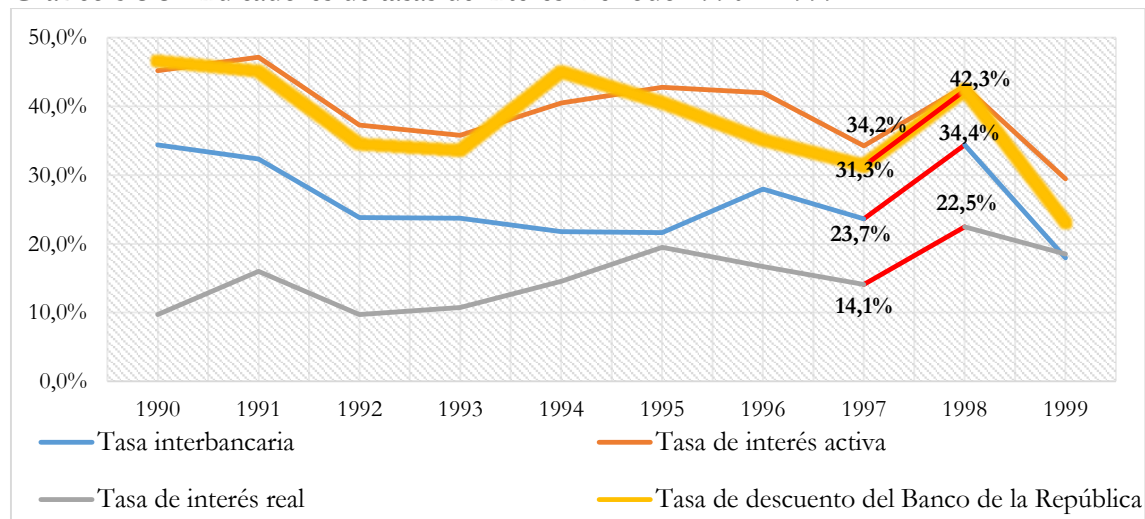
En los años 1996 y 1997, gracias a los programas de privatizaciones, que implicaron el ingreso de un ingente volumen de capital extranjero, fue posible seguir acumulando reservas

³²¹ La implementación del esquema de bandas cambiarias no solamente tenía objetivos relacionados con el tipo de cambio. De hecho, uno de los propósitos más importantes del Banco de la República fue el de tener un mayor control sobre los agregados monetarios, que se había hecho muy complejo con los certificados de cambio (véase Urrutia, 2005).

³²² En el año 1994, la devaluación del peso colombiano frente al dólar fue apenas del 3.35%, mientras que en el año 1995 fue del 18.81%. En los dos casos, la devaluación nominal fue inferior a la inflación, que para estos años fue del 22.59% y 19.46%, respectivamente.

internacionales. No obstante, la devaluación del peso colombiano se aceleró en el año 1997, llegando a un porcentaje anual del 28.7%. A partir de este momento, la política monetaria prácticamente abandonó su objetivo inflacionario y se concentró en la defensa del tipo de cambio. Para este propósito, los instrumentos de intervención como la tasa de mínima de expansión sufrieron grandes ajustes (al alza), con lo cual, las tasas de interés de mercado (como la interbancaria y la tasa de interés activa) también mostraron incrementos significativos (véase Gráfico 5.3.3).

Gráfico 5.3.3. Indicadores de tasas de interés. Periodo 1990 – 1999



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DNP

En el caso de las reservas internacionales, que en el mes de agosto de 1997 habían llegado a su punto máximo (10.333 millones de dólares) en términos del *stock*, sufrieron una fuerte disminución, a tal punto que en septiembre de 1999 se ubicaron en un nivel de 8.008 millones de dólares (2.326 millones de dólares menos); es decir, una caída del 22.51% respecto al punto alcanzado en 1997.

En términos de resultados, a pesar del uso de diversos mecanismos de política monetaria (tasas de interés) y la intervención a través de las reservas internacionales, la moneda siguió devaluándose³²³ (la tasa de devaluación en el año 1998 fue del 19.21% y en 1999 fue del 21.5%), hasta que en el año 1999, en medio de una crisis económica, financiera y fiscal muy compleja, se determinó abandonar el esquema de bandas cambiarias.

La intervención del Banco de la República durante la década de los 90, además de acudir a las reservas internacionales y de las tasas de interés, estuvo respaldada por mecanismos de control de capitales. Dicho proceso se llevó a cabo, inicialmente, con los certificados de cambio, y posteriormente con los encajes exigidos por la autoridad cambiaria para los capitales que ingresaban a la economía colombiana (véase Ocampo y Tovar, 1998; Villar y Rincón, 2001). De acuerdo con Ocampo y Tovar (1998), estas medidas contribuyeron a desestimular el ingreso de los flujos internacionales de capital durante el periodo en mención; citándose como ejemplo de los instrumentos que pueden utilizar las economías en desarrollo para reducir los efectos negativos asociados a los ciclos de financiamiento externo.

³²³ Como se mencionó en los capítulos 3 y 4, y los dos apartados iniciales de este capítulo, las razones que llevaron a una devaluación del peso colombiano tienen que ver con diversos factores tanto de índole interna como externa.

La intervención del Banco de la República en el mercado cambiario durante este subperiodo se podría decir que esta tuvo éxito porque evitó grandes oscilaciones del tipo de cambio, a diferencia de lo que sucedió en otras economías emergentes tanto a mediados como al final de la década de los noventa (véase también Urrutia, 2005). Como se pudo ver en el Gráfico 5.3.1, la devaluación nominal que siguió el peso colombiano fue muy gradual. Frente a este hecho, algunos autores han señalado que el manejo de la política cambiaria en este sentido lo que hizo fue evitar que se dieran movimientos abruptos dentro del mercado cambiario, lo cual se evidenció en el bajo nivel de fluctuaciones de este precio macroeconómico una vez la moneda empezó a flotar (véase Villar y Rincón, 2001; Urrutia, 2005).

Los arreglos cambiarios intermedios que se implementaron durante la década de los 90, sin lugar a dudas, contribuyeron a hacer un tránsito hacia el esquema de tipo de cambio flexible que se podría calificar como exitoso. No obstante, hay dos razones por las cuales se puede entrar a revisar el manejo de la política cambiaria durante este subperiodo. En primer lugar, la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario fue muy costosa, especialmente a finales de la década de los 90. Dicho fenómeno se reflejó en la pérdida de una gran cantidad de reservas internacionales. Y, en segundo lugar, porque una vez la política monetaria se orientó a la defensa del tipo de cambio, las consecuencias sobre la economía real fueron devastadoras. De hecho, hay varios elementos que permiten relacionar el manejo de la política cambiaria y monetaria con la crisis de la economía colombiana de 1999.

En el caso del tipo de cambio real, el resultado se resume en un periodo de revaluación de la moneda que se extendió desde 1990 hasta 1997 (ver Gráfico 5.3.1), con lo cual, el Banco de la República no evitó que esta variable adoptara dicha dinámica, con las consecuencias sobre la vulnerabilidad e inestabilidad macroeconómica de Colombia derivadas de su comportamiento, que fueron analizadas en los capítulos 3 y 4 de esta investigación.

B. Intervención del Banco de la República en el mercado cambiario durante el subperiodo 2000 - 2015

La posición del Banco de la República en el mercado cambiario se modificó sustancialmente a partir de la adopción del esquema de tipo de cambio flexible que se dio en 1999. Desde el punto de vista teórico, dentro de un arreglo cambiario de flotación administrada (*managed floating*), la banca central ya no tiene un objetivo cambiario explícito y, por tanto, las intervenciones dentro de este mercado no necesariamente están ancladas a un determinado nivel de dicha variable. No obstante, como lo advierten Echavarría *et al.* (2010), dada la importancia del tipo de cambio en la dinámica económica de los países en desarrollo, hay varias razones para la intervención de las autoridades dentro del mercado cambiario; algo que, como se verá más adelante, implica un punto crítico desde el enfoque abordado dentro de esta investigación.

Bajo el arreglo cambiario vigente dentro de este subperiodo, la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario se realiza tanto por herramientas de carácter transitorio como por otras de carácter permanente. En el primer grupo se clasifican aquellas que tienen que ver con la compra y venta de divisas, a partir del uso de las reservas internacionales. En el segundo grupo se encuentran otra serie de herramientas que ha utilizado el Banco de la República para tratar de influir en la dinámica de este precio macroeconómico, tales como las regulaciones a los flujos de capital, el establecimiento de unos plazos mínimos para la inversión, tanto de cartera como de IED, el impuesto a las remesas, “la obligación de canalizar casi la totalidad de las divisas que entran y salen del país a través de ciertos intermediarios y la restricción a la tenencia de activos en moneda extranjera por parte de los

intermediarios del mercado cambiario para evitar descalces” (Ocampo *et al.*, 2015, p. 90-91), etc.

En el Cuadro 5.3.1 se muestran los montos y los mecanismos utilizados por el Banco de la República para intervenir en el mercado cambiario a partir del año 1999. Como se puede ver, la autoridad cambiaria ha acudido a diversas herramientas, aunque cada una de estas tuvo diferentes objetivos. Por tal motivo, en adelante, se busca diferenciar las razones, los momentos en los cuales se utilizaron los diferentes instrumentos y los resultados alcanzados.

De acuerdo a las cifras que se presentan en el Cuadro 5.3.1, los mecanismos de intervención que han prevalecido desde la implementación del tipo de cambio flexible son los discrecionales y las subastas de compra directa. Los primeros fueron aplicados en el subperiodo 2004 – 2007, mientras que los segundos se utilizaron desde 2008 hasta 2014. Dado que el tipo de operación en los dos casos es de compra de divisas, se infiere³²⁴ que había cierta preocupación por la apreciación de la moneda, especialmente en los años 2005 y 2007, respectivamente. No obstante, como se muestra más adelante, la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario no fue capaz de afectar la trayectoria de esta variable.

Respecto a las operaciones para acumular o desacumular reservas internacionales, realmente no son significativas en el total del subperiodo, pero sí fueron importantes en los primeros años de la implementación del tipo de cambio flexible. En el caso de las operaciones *put* para la acumulación de reservas, en su mayoría, se utilizaron entre 1999 y 2004, donde se ve claramente que había un objetivo en este sentido, el cual estaba asociado a las preocupaciones latentes luego de la crisis de finales de los noventa, tanto en la economía colombiana como en varias economías emergentes. Como resultado, el *stock* de reservas internacionales netas pasó de un total de 8.101 millones dólares al finalizar el año 1999 a un monto de 13.536 millones de dólares en diciembre de 2004; es decir, un incremento del 67.1%. Desde este momento, el proceso de acumulación de reservas fue sostenido, llegando hasta un nivel máximo de 47.380 millones de dólares en el mes de noviembre de 2014, lo que representó una tasa de crecimiento anual promedio del 13.06% entre el año 2003 y el 2015. Como se mencionó en el capítulo 3, aunque se supone que bajo un tipo de cambio flexible no se requiere acumular reservas internacionales dado que el mercado cambiario se ajusta automáticamente, dicha tarea fue de gran relevancia, fundamentalmente para ofrecer mayor credibilidad frente al esquema cambiario adoptado.

Frente al propósito de control de la volatilidad, que fue uno de los objetivos señalados dentro de la justificación para la intervención del banco central en el mercado cambiario, las operaciones se concentraron entre los años 2002 al 2009, con montos similares tanto en las ventas como en las compras (véase Cuadro 5.3.1). Se podría decir entonces que la volatilidad del tipo de cambio también fue una preocupación importante para el Banco de la República, especialmente en los primeros años de la implementación del esquema de tipo de cambio flexible, así como en el contexto de la crisis financiera de varias economías desarrolladas (2007 – 2009). Dicho logro es un aspecto a resaltar dentro de la gestión realizada por la autoridad cambiaria colombiana³²⁵.

³²⁴ En este tipo de operaciones no se hace explícito el objetivo.

³²⁵ En el apartado 3.3. se presentó un análisis de la volatilidad del tipo de cambio nominal. Utilizando el coeficiente de variación, se mostró que esta se había reducido con la implementación del tipo de cambio flexible, por lo cual, los valores mostrados en los subperiodos 2000- 2004, 2005 – 2009 y 2010 – 2015 fueron inferiores a la etapa de mayor volatilidad que correspondió a los años 1995 a 1999, cuando estuvo vigente el esquema de bandas cambiarias.

Cuadro 5.3.1. Intervención del Banco de la República en el mercado cambiario (cifras en millones de dólares corrientes). Periodo 1999 - 2016

Mecanismo	Año	Suma de ventas	Suma de compras
Intervención discrecional	2004	-	1.325
	2005	-	4.658
	2006	-	1.197
	2007	-	4.527
Total intervención discrecional			11.708
Opciones <i>call</i> para el control de la volatilidad	2002	414	-
	2006	944	-
	2007	369	-
	2008	235	-
	2009	369	-
Total opciones <i>call</i> para el control de la volatilidad		2.330	-
Opciones <i>call</i> para la desacumulación de reservas internacionales	2003	345	-
	2016	255	-
Total opciones <i>call</i> para la desacumulación de reservas internacionales		600	-
Opciones <i>put</i> para la acumulación de reservas internacionales	1999	-	200
	2000	-	319
	2001	-	629
	2002	-	252
	2003	-	106
	2004	-	1.400
	2008	-	450
Total opciones <i>put</i> para la acumulación de reservas internacionales		-	3.355
Opciones <i>put</i> para el control de la volatilidad	2004	-	180
	2006	-	584
	2007	-	555
	2008	-	515
	2009	-	539
Total opciones <i>put</i> para el control de la volatilidad		-	2.373
Subasta de compra directa	2008	-	1.416
	2010	-	3.060
	2011	-	3.720
	2012	-	4.844
	2013	-	6.769
	2014	-	4.058
Total subasta de compra directa		-	23.867
Total general		2.930	41.303

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

Evaluados los mecanismos de intervención, pasamos a examinar los resultados. Frente a este tema, una de las críticas más importantes hacia la intervención de la banca central en el mercado cambiario tiene que ver con su eficacia dentro de un mercado donde el monto de las transacciones es muy elevado respecto a las operaciones realizadas por parte de la autoridad cambiaria (véase Toro y Julio, 2005). Al final, lo que se plantea es que el grado de incidencia es mínima simplemente porque las cuantías de intervención terminan siendo muy

pequeñas. Para evaluar este punto, se tomaron las cifras diarias de cada operación realizada por el Banco de la República y se calculó la participación en el total negociado durante ese día (véase Cuadro 5.3.2).

A partir de los datos que se muestran en el Cuadro 5.3.2, se puede ver que los porcentajes más representativos respecto a la intervención del Banco de la República dentro del mercado cambiario se ubican entre los años 2002 al 2007; siendo las cifras más relevantes las de los años 2002 y 2003.

Cuando se observa el comportamiento del tipo de cambio nominal (véase Gráfico 5.3.1), se puede deducir que los periodos de mayor intervención se dieron en aquellos años con mayores temores por la depreciación de la moneda. Al respecto, hay que tener en cuenta que el peso colombiano se depreció a una tasa del 21.51% en 1999 y del 18.97% en el 2000. Y aunque se dio una calma relativa en el 2001, la moneda volvió a depreciarse a una tasa del 25.04% anual en el año 2002. Nuevamente, en los años 2006, 2007 y 2009, aunque el peso se había apreciado en años previos (véase Gráfico 5.3.1), se dieron ciertos movimientos hacia la depreciación, por lo cual, la intervención del Banco de la República volvió a tomar mayor relevancia (véase Cuadro 5.3.2).

Cuadro 5.3.2. Intervención del Banco de la República dentro del monto total negociado en el mercado cambiario colombiano. Periodo 2002 – 2015

Año	Monto negociado (en millones de dólares)	Monto de la intervención del Banco de la República (en millones de dólares)	Intervención del Banco de la República como porcentaje del total negociado en el mercado cambiario (por año)	Intervención del Banco de la República como porcentaje del total negociado en el mercado cambiario (promedio diario)
2002	82.807	666	0,80%	18,1%
2003	88.380	451	0,51%	18,5%
2004	107.660	2.905	2,70%	8,3%
2005	116.311	4.658	4,01%	4,6%
2006	160.153	2.725	1,70%	7,1%
2007	199.590	5.451	2,73%	9,5%
2008	236.119	2.616	1,11%	3,1%
2009	248.568	908	0,37%	6,6%
2010	256.919	3.060	1,19%	2,3%
2011	220.494	3.720	1,69%	2,6%
2012	200.680	4.844	2,41%	3,3%
2013	220.073	6.769	3,08%	3,6%
2014	223.093	4.058	1,82%	2,0%
2015	228.766	0	0,00%	0,0%
Total	2.589.613	42.829	1,65%	6,4%

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República

Conectando el fenómeno descrito con el comportamiento de los precios, vale recordar que en estos años también se dieron presiones inflacionarias (véase apartado 5.2), por lo cual, si se tiene en cuenta la relación entre el tipo de cambio y la inflación, una justificación adicional para luchar contra la depreciación era precisamente esta.

Otro punto relevante para evaluar la posición asumida por parte de la Banca Central tiene que ver con su capacidad para modificar la trayectoria del tipo de cambio (véase Toro y Julio, 2005). Y aunque este no es el objetivo fundamental dentro del arreglo cambiario vigente durante el subperiodo de análisis (1999 – 2015), vale la pena evaluar este aspecto para ver la posición adoptada por el Banco de la República. Como se pudo observar en el Gráfico 5.3.1, una vez el tipo de cambio nominal alcanzó su punto máximo en el mes de febrero de 2003 (2.968 pesos por dólar), la tendencia fue a la apreciación de la moneda; fenómeno que se extendió hasta mediados de 2014³²⁶. En términos reales, el tipo de cambio tuvo un comportamiento análogo.

Al observar la trayectoria del tipo de cambio durante el subperiodo analizado, se puede concluir que la autoridad monetaria no fue capaz de revertir la apreciación de la moneda, ni tampoco se observa que haya utilizado sus mecanismos de intervención en este sentido; especialmente entre los años 2009 y 2014, que fue donde se agudizó el fenómeno. Bajo este marco, el Banco de la República mostró cierto tipo de permisividad frente a la apreciación de la moneda, o por lo menos, no actuó con la misma contundencia observada respecto a aquellos años en los cuales se estaba dando una tendencia hacia la depreciación cambiaria; lo cual es una muestra clara de la asimetría en la política cambiaria (véase Ffrench-Davis, 2008, 2015). Desde el punto de vista teórico, más que el miedo a la apreciación (*fear of appreciation*), citado por Levy-Yeyati *et al.* (2013), lo que primó en el mercado cambiario colombiano fue el miedo a la depreciación.

A partir de los argumentos presentados en este apartado, se puede concluir que la posición asumida por el Banco de la República frente al manejo de la política cambiaria no contribuyó a mitigar los efectos negativos generados por la apreciación de la moneda en la economía colombiana; que en términos generales fueron mostrados en los Capítulos 3 y 4. Ahora bien, a diferencia del manejo de la política monetaria y la fiscal, en este caso lo que se califica es la posición pasiva que adoptó la Banca Central frente a un fenómeno que genera graves consecuencias dentro de la economía real, tal y como se había advertido en el marco teórico presentado en el Capítulo 2. Esta crítica hacia el Banco de la República también es expresada por autores como Cabrera (2013) y Ocampo *et al.* (2015), quienes han reclamado la falta de una política más contundente en este sentido. Además, queda claro que, aunque los efectos de la intervención de la autoridad monetaria colombiana han funcionado en el corto plazo, básicamente en términos de la volatilidad, en el mediano y largo plazo han resultado ineficientes. Los resultados encontrados hasta el momento son consecuentes con los hallazgos de otros estudios (véase Toro y Julio, 2005; Hernández y Mesa, 2006; Echavarría *et al.*, 2010; Hamann *et al.*, 2014).

Por otra parte, aunque en algunas fases se optó por utilizar mecanismos de control de capitales³²⁷ y distintas políticas macroprudenciales, tal y como sucedió en el año 2007³²⁸, dichas medidas tampoco habrían afectado el comportamiento del tipo de cambio (véase también Cabrera, 2013; Hamann *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015). En todo caso, lo más resaltable es que la incidencia del Banco de la República sobre la trayectoria del tipo de cambio fue insuficiente. Dicha afirmación es respaldada por varios estudios que concluyen que el tipo de cambio no actuó como una variable relevante dentro de la función de reacción

³²⁶ El tipo de cambio nominal volvió a alcanzar los niveles de 2003 solamente en el mes de agosto del año 2015.

³²⁷ Este instrumento no depende del Banco de la República; es una decisión del Gobierno Central.

³²⁸ El decreto 1801 de 2007 modificó algunos apartes del régimen general de inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior. La principal implicación en términos de los efectos cambiarios tiene que ver con la exigencia de la constitución de un depósito no remunerado para las inversiones de portafolio. No obstante, dicha disposición fue eliminada en el año 2008.

de dicha institución, particularmente en la fase donde ha estado vigente la estrategia de inflación objetivo (véase Barajas *et al.*, 2014; Ocampo *et al.*, 2015; Barros *et al.*, 2017). Así entonces, los elementos mencionados hasta aquí respaldan la hipótesis planteada para este apartado (**Hipótesis 5**).

A partir de la dinámica observada en el comportamiento del tipo de cambio en la economía colombiana, necesariamente debe reevaluarse la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República, pensando en que esta variable debe convertirse en un objetivo explícito para dicha institución³²⁹. Además, como lo advierten Ocampo *et al.* (2015), también se requiere examinar el mecanismo de intervención de la autoridad cambiaria a través de las reservas internacionales, dado que dicho instrumento no ha sido efectivo para enfrentar el fenómeno de la apreciación cambiaria.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El objetivo de este capítulo fue mostrar, desde el punto de vista empírico, los mecanismos a través de los cuales la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) aplicada en Colombia ha contribuido a explicar la inestabilidad real observada en este país durante el periodo de tiempo analizado (1990 – 2015).

En el marco teórico propuesto en el Capítulo 2 se había advertido que aunque la VM se origina por el alto grado de sensibilidad que muestran este tipo de economías ante la presencia de *shocks* externos (comerciales y financieros) (vía externa de la VM), al final, las medidas adoptadas desde la política económica (vía interna de la VM), en vez de reducir los efectos de los mismos, terminaban potenciándolos, o, por lo menos, no mitigándolos (CEPAL, 2001; Ocampo y French-Davis, 2001; Kaminsky *et al.*, 2004; Ocampo, 2011, 2012; Pérez, 2015a). Como resultado de este planteamiento, se afirmó que las decisiones de política fiscal, monetaria y cambiaria no seguían un manejo anticíclico que contribuya a mitigar las consecuencias de los choques de oferta (véase Agénor y Montiel, 2000; Ocampo, 2011, 2012), convirtiéndose, al contrario de lo que se podría esperar, en factores que ayudan a incrementar la inestabilidad real de los principales agregados macroeconómicos.

Los mecanismos a través de los cuales la política económica se convierte en un factor explicativo de la VM se muestran en la Esquema 5.1. Para observar la conducta descrita, se buscó determinar la posición que adoptaron las autoridades colombianas en el manejo de los instrumentos con que cuentan para intervenir en la economía (política económica).

Para el desarrollo de este capítulo se plantearon tres hipótesis: en la primera se afirmó que, en el periodo 1990 – 2015, la posición de la política fiscal fue de carácter procíclico, lo que terminó exacerbando la vulnerabilidad e inestabilidad macroeconómicas de la economía colombiana (**Hipótesis 3**); en la segunda se sostiene que, el hecho de que el Banco de la República haya tenido como objetivo fundamental el control de la inflación generó un resultado procíclico en la economía colombiana, amplificando de esta manera los efectos adversos derivados de los *shocks* externos (**Hipótesis 4**); y, por último, la tercera hipótesis señala que las medidas de política cambiaria adoptadas por el Banco de la República no influyeron en la trayectoria del tipo de cambio, con lo cual, dicha institución no contribuyó

³²⁹ Bajo el esquema de inflación objetivo, el hecho de incorporar una variable explícita más allá de la brecha del PIB y la inflación, puede generar problemas de credibilidad (véase Taylor, 1993). En esta medida, obligaría a que la banca central revalúe la estrategia de política monetaria, donde también se entraría a revisar el arreglo cambiario vigente.

a mitigar los efectos procíclicos derivados del comportamiento de esta variable (**Hipótesis 5**). Con la finalidad de aportar información para soportar las hipótesis planteadas, en adelante, se presentan las principales conclusiones de cada uno de los apartados que comprenden este capítulo.

Empezando por el primer apartado, la justificación para evaluar la posición cíclica de la política fiscal se hizo partiendo de la idea de que este es un instrumento fundamental para estabilizar la demanda agregada; sin desconocer su función en términos de la oferta y el crecimiento económico (véase CEPAL, 2012, 2014). No obstante, para las economías en desarrollo, se había advertido que el espacio fiscal con que cuentan los gobiernos para su uso, al final, queda ligado a los *shocks* comerciales y financieros (Ocampo, 2007b; Jiménez y Fanelli, 2009). En estos términos, la política fiscal termina siendo procíclica, asimétrica e ineficiente (Gavin y Perotti, 1997; Ocampo, 2002, 2007b, 2012; Kaminsky *et al.*, 2004; Ffrench-Davis, 2005, 2008). Los mecanismos a través de los cuales se puede ver la incidencia procíclica de la política fiscal sobre la demanda agregada se observan tanto en el componente de consumo como en el de inversión; cuyo resultado también se refleja en el saldo de la cuenta corriente (véase Esquema 5.1).

La evaluación de la política fiscal en Colombia durante el periodo de tiempo analizado se hizo fundamentalmente desde la perspectiva del gasto público, atendiendo el planteamiento de Kaminsky *et al.* (2004) e Ilzetzki y Végh (2008), quienes señalan que este es un indicador de las medidas discrecionales del gobierno, a diferencia de otras medidas como el déficit fiscal o el saldo de la deuda pública, que vendrían representando un resultado.

Como se muestra en la Esquema 5.1, se concluye que la política fiscal en Colombia a lo largo del periodo analizado tuvo un comportamiento, mayormente, procíclico, lo que quiere decir que esta herramienta de política económica actuó como un mecanismo desestabilizador de la demanda agregada; contribuyendo a amplificar los efectos generados por los ciclos externos. (analizados en los Capítulos 3 y 4). Ahora bien, el sesgo procíclico no fue uniforme a lo largo del periodo de investigación examinado. Así, fue en la década de los 90 donde se encontraron los mayores rasgos de este tipo. Posteriormente, el sesgo procíclico de la política fiscal se redujo. No obstante, esto sucedió en medio de unas condiciones fiscales y financieras excepcionales.

Otro aspecto que se encontró en este capítulo es que la política fiscal fue asimétrica, con lo cual, el carácter procíclico se observó fundamentalmente en los periodos de auge de la economía; mostrando diferencias importantes durante las fases de crisis. A la hora de entender dicho fenómeno se encontró que una parte muy significativa del gasto terminó siendo muy rígida, especialmente aquella que corresponde al componente corriente. Esta situación se explica por dos razones: en primer lugar, por las obligaciones contraídas por el Estado a partir de la Constitución de 1991 y, en segundo lugar, a que, en el transcurso de los años, algunos de los gastos que empezaron siendo coyunturales, al final, se volvieron recurrentes; haciendo que se tengan que asumir una serie de obligaciones sin tener en cuenta el momento del ciclo económico. Desde el ejercicio público, la solución frente a estos inconvenientes, históricamente, ha sido aumentar el recaudo antes que reducir los gastos (véase Junguito y Rincón, 2004).

Volviendo al plano teórico, lo que se desprende del análisis realizado para el caso colombiano es que la política fiscal fue contracíclica durante algunos periodos, fundamentalmente recesivos, no porque fuera una decisión del gobierno sino porque el gasto resultó muy rígido. Además, en los últimos años la postura contracíclica fue posible, como se ha anotado, gracias

a unas condiciones fiscales explicadas por un contexto externo e interno totalmente favorable. En este punto, también se destaca la adopción de medidas como la regla fiscal y la constitución del Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica, las cuales fueron creadas mediante la Ley 1473 de 2011. Lo que se espera a partir de dichos instrumentos es que contribuyan a consolidar una posición contracíclica de la política fiscal.

En el plano de la medición, un fenómeno importante que se encontró dentro de esta investigación es que todos los componentes del gasto público no mostraron la misma posición frente al ciclo económico; algo que no se había advertido en el marco teórico. Así, aunque los gastos corrientes, que corresponden a la partida más importante del gasto del GNC, tuvieron un sesgo fundamentalmente procíclico, pero asimétrico, no sucedió lo mismo con la inversión (FBKF pública). En este último caso, tanto en los periodos recesivos como en los expansivos, la posición de la política fiscal fue procíclica. Fruto de este hallazgo, se puede afirmar que tanto el consumo como la inversión pública contribuyeron a aumentar el grado de inestabilidad de la demanda agregada; no obstante, fue la FBKF la que más aportó a este fenómeno (véase Esquema 5.1).

Como resultando del sesgo procíclico de la FBKF, este componente terminó siendo el más volátil dentro del gasto total del GNC; aunque logró crecer a unas tasas muy elevadas en ciertas fases, especialmente en el subperiodo 2000 – 2015 (10.1% anual real). Dado que la FBKF ha crecido a un ritmo mucho más acentuado en aquellos periodos marcados por el *boom* de los precios de las materias primas, se puede ver la relación entre los ciclos externos y la dinámica de esta variable.

Por otra parte, se pudo ver que la FBKF se convirtió en el principal ítem de ajuste dentro de la estructura de presupuesto del GNC. En el periodo analizado, el fenómeno descrito obedeció a dos razones: la primera tiene que ver con que la FBKF es la partida más flexible dentro del gasto total, y la segunda se deriva del financiamiento, dada su dependencia de los ingresos extraordinarios. Para la economía en su conjunto, la dinámica que adoptó la FBKF es un aspecto negativo, en la medida en que el incremento de la capacidad productiva (pública) también quedó ligado a los ciclos externos; lo cual es un síntoma claro de VM. Además, se entiende que, debido a las continuas fluctuaciones de la inversión pública, tal y como se observa en el Esquema 5.1, estas pierden eficiencia, a la vez que reducen su aporte en términos del PIB.

Más allá del análisis del gasto público, el sesgo procíclico de la política fiscal también se pudo observar a partir del examen del déficit público (primario y total). Y aunque esta variable mostró un cambio muy importante desde finales de los 90, como resultado del proceso de racionalización del gasto, al final, el desajuste entre los ingresos y los gastos ha persistido, incluso en aquellas fases donde el GNC se ha visto beneficiado por un incremento notable tanto de los ingresos corrientes como de los de capital.

En términos metodológicos, resultó mucho más clara la evaluación de la política fiscal utilizando como variable de referencia el gasto público, que además es una medida discrecional, tal y como lo proponen Kaminsky *et al.* (2004) e Ilzetzki y Végh (2008), y no tanto con otras variables como la deuda pública. Al respecto, el problema que se encontró es que a partir de esta última variable no se puede dar un dictamen tan contundente en la medida que la misma puede verse afectada tanto por el comportamiento del PIB como por la apreciación de la moneda.

Los resultados encontrados en el primer apartado de este capítulo aportan información que respalda la **hipótesis 3**. No obstante, es importante advertir que el sesgo procíclico de la política fiscal se observó fundamentalmente en la década de los 90. Posteriormente, dicha posición se ha venido reduciendo; aunque tal condición se ha dado en medio de un contexto externo favorable.

A partir de los elementos señalados hasta el momento, se puede establecer la relación que existe entre el manejo de la política fiscal y los ciclos externos, dejando ver los mecanismos a través de los cuales este instrumento de política económica funge como amplificador de los efectos generados por los mismos (véase Esquema 5.1).

Otro de los instrumentos de política económica que se evaluó dentro de este capítulo fue la política monetaria. En este caso, a diferencia de la política fiscal, lo que se buscó mostrar es que esta herramienta con que cuenta el Estado, en vez de utilizarse como instrumento para tratar de influir en el comportamiento en la actividad económica con fines de estabilización, en realidad, terminó concentrándose en el control de la inflación (véase también CEPAL, 2004b, 2010; Blanchard *et al.*, 2010; French-Davis, 2015) (véase Esquema 5.1). En este marco, lo que se encontró fue que, el Banco de la República, ya sea directa o indirectamente, terminó generando un efecto negativo sobre los agregados reales, entendiendo que se potenciaron varios de las consecuencias procíclicas derivadas de los *shocks* externos. En este sentido, lo que se evaluó no fue tanto la influencia directa de la política monetaria en el desempeño de los agregados macroeconómicos, sino el tipo de objetivos que se marcó la Banca Central y los efectos colaterales de los mismos.

Desde el punto de vista teórico, los mecanismos a través de los cuales opera el sesgo procíclico de la política monetaria se reflejan a través de dos variables: la demanda agregada y el tipo de cambio (véase Esquema 5.1). En el primer caso, los efectos se transmiten a través de las tasas de interés, que terminan reduciéndose en los periodos de auge de la economía, pero se incrementan durante los periodos recesivos. En el caso de la vía cambiaria, el efecto procíclico de la política monetaria está ligado a la tolerancia excesiva de las autoridades durante los periodos de apreciación de la moneda (véase Esquema 5.1). Como consecuencia de la posición adoptada por parte de la Banca Central, la política monetaria termina actuando como elemento amplificador de los efectos desestabilizadores generados por los *shocks* externos (comerciales y financieros) sobre los principales agregados macroeconómicos (vía interna de la VM).

Para evaluar el manejo de la política monetaria aplicada en Colombia durante el periodo analizado fue necesario describir la estrategia adoptada por la banca central en cada uno de los subperiodos. Dicha tarea se emprendió por dos motivos: en primer lugar, porque hubo cambios en los arreglos monetarios y/o cambiarios, lo cual, necesariamente, afectó las medidas adoptadas por parte de la banca central en materia monetaria, y, en segundo lugar, porque en cada uno de los regímenes cambiarios tanto los instrumentos como los objetivos intermedios fueron diferentes (véase Kalmanovitz, 2001; Clavijo, 2002; Giraldo *et al.*, 2011). Desde el punto de vista metodológico, como se pudo mostrar en este apartado, esta situación dificultó la definición de la posición cíclica de la política monetaria.

A partir de la revisión de la estrategia seguida por parte del Banco de la República a lo largo de todo el periodo de análisis, quedó claro que el objetivo fundamental desde su instauración como banca independiente (1991) fue el control de la inflación. En términos de los resultados, efectivamente, el propósito de mantener unos niveles de precios relativamente bajos se cumplió. Como se pudo ver en el análisis empírico, Colombia pasó de una tasa de

inflación promedio anual del 21.4% en la década de los 90, a una tasa media del 5.1% entre el año 2000 y el 2015.

Ahora bien, aunque el objetivo primordial del Banco de la República (control de la inflación) se alcanzó, las variables reales se vieron afectadas por la forma como se manejó la política monetaria. En la década de los 90, en medio de la profundización del proceso de liberalización comercial y financiera, el sector productivo tuvo que enfrentar las secuelas de una política monetaria restrictiva, cuyo reflejo principal fueron unas tasas de interés muy elevadas (tanto en términos reales como nominales) durante varios años. Si a esto se le añade que el tipo de cambio se revaluó en términos reales (desde 1990 hasta 1997) es evidente que el grado de competitividad de la economía se vio seriamente afectado. En estos términos, como se muestra en la Esquema 5.1, la política monetaria terminó actuando de manera procíclica.

En la década de los 2000, aunque el comportamiento de la actividad económica fue mucho mejor que en los 90, la política monetaria no contribuyó a mitigar algunas de las secuelas generadas por los ciclos externos (comerciales y financieros); especialmente en el caso del tipo de cambio y el saldo de la cuenta corriente. Durante este subperiodo, las tasas de interés relativamente bajas terminaron conviviendo con una moneda sobreapreciada; lo que al final generó un efecto procíclico mucho mayor dentro de la economía en su conjunto.

A partir del análisis empírico, se pudo constatar el carácter procíclico de la política monetaria; especialmente durante la década de los 90. Ya en la década de los 2000, cuando el Banco de la República adoptó una estrategia de inflación objetivo, los resultados son poco contundentes y no permiten una calificación clara de la posición asumida por parte de la banca central frente al ciclo económico. Este resultado, aunque en principio parecería que no es coherente con respecto a la hipótesis planteada para este apartado, sí resulta claro al mostrar que la autoridad monetaria ha priorizado el control de la inflación y no los desajustes en la brecha del PIB. Esta situación también se pudo evidenciar a partir de la aplicación de un ejercicio econométrico donde el propósito fue dilucidar la función de reacción implícita seguida por el Banco de la República. A partir de la aplicación de una versión simplificada de la regla de Taylor, se pudo constatar que la autoridad monetaria reaccionó fundamentalmente ante las desviaciones de la inflación, algo que no sucedió en el caso de la brecha del PIB; lo cual es consecuente con el marco teórico planteado en el capítulo 2.

De este modo, la estrategia de política monetaria seguida por el Banco de la República a lo largo del periodo analizado, en buena medida, terminó amplificando los efectos procíclicos generados por los *shocks* externos, y, por tanto, aumentó la inestabilidad de los principales agregados macroeconómicos (véase Esquema 5.1) (**Hipótesis 4**). Ahora bien, como se ha advertido, dicho sesgo en el manejo de este instrumento de política económica se observó con mayor claridad durante la década de los 90.

Una vez analizada la gestión tanto de la política fiscal como de la política monetaria, en el tercer apartado de este capítulo se estudió el manejo de la política cambiaria. Como se ha venido resaltando desde el marco teórico, el tipo de cambio es un agregado fundamental para los países en desarrollo puesto que en una economía abierta es la variable que se encarga de absorber los *shocks* externos. En este sentido, el tipo de cambio resulta transcendental para entender la VM de este tipo de países (véase Krugman y Taylor, 1978; Ocampo, 2002; Ffrench-Davis, 2008; Frenkel y Rapetti, 2010). Además, como se pudo observar en los capítulos 3 y 4, el tipo de cambio cumple la función de variable de transmisión de los efectos procíclicos derivados de los ciclos externos (comerciales y financieros) (véase Ffrench-Davis

y Ocampo, 2001; CEPAL, 2001, 2010; Frenkel y Taylor, 2006; Ocampo, 2007b, 2011; Echavarría *et al.*, 2010; Ffrench-Davis, 2010, 2012a, 2015).

Dada la importancia del tipo de cambio dentro de la economía colombiana, en los capítulos 3 y 4 de esta investigación fueron analizados los principales determinantes de esta variable y algunos de sus efectos sobre los agregados macroeconómicos fundamentales. Culminada esta tarea, en el tercer apartado de este capítulo lo que se buscó fue evaluar la posición del Banco de la República respecto a la trayectoria del tipo de cambio. Para alcanzar este propósito, se describieron los mecanismos de intervención de la Banca Central dentro del mercado cambiario dependiendo del régimen vigente en cada subperiodo.

Una vez se evaluó la posición del Banco de la República frente al comportamiento del tipo de cambio, se puede concluir que esta autoridad no fue capaz de influir en la trayectoria de esta variable. Como resultado, este instrumento de política económica no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos generados por el tipo de cambio en la economía colombiana (véase capítulos 3 y 4) (véase Esquema 5.1). Dicha afirmación aplica tanto para las fases de arreglos intermedios como para los periodos donde se tuvo un tipo de cambio flexible. Y aunque se puede argumentar que la capacidad del banco central no es suficiente para alterar la dinámica del tipo de cambio, y mucho más dentro de un esquema flexible, el hecho concreto es que esta variable estuvo desalineada durante periodos demasiado largos (tanto en los 90 como en los 2000), sin encontrar mecanismos para modificar tal situación. Frente a este fenómeno, tampoco se adoptaron medidas adicionales, como pueden ser los controles de capitales, los cuales fueron utilizados tanto en la década de los 90 como en los años 2007 y 2008. Ulteriormente, dicho instrumento no se volvió a emplear.

Ahora bien, aunque se alcanzaron resultados importantes en términos de la reducción de la volatilidad cambiaria o la acumulación de reservas internacionales, lo cierto es que la trayectoria del tipo de cambio sigue atada a los ciclos externos (comerciales y financieros) (véase Esquema 5.1). En este sentido, a pesar de que la estabilidad del tipo de cambio es algo positivo, de nada sirve si está alejado de sus niveles de equilibrio. Así pues, mientras el Banco de la República sigue preocupado por el corto plazo, relacionado con aspectos como el manejo de la volatilidad, los problemas fundamentales están en el mediano y largo plazo, que es el eje de análisis desde el cual se aborda el problema dentro de esta investigación.

Asimismo, hay que tener en cuenta que la relativa estabilidad del tipo de cambio desde mediados de la década de los 2000 se ha dado en unas condiciones que, como se ha mencionado, fueron excepcionales, tanto en términos del comportamiento de los términos de intercambio, los flujos de capital y, en general, de condiciones de financiamiento externo (véase Ocampo, 2011). En el momento en que dichas condiciones cambiaron, como se pudo ver en el año 2014, el ajuste del tipo de cambio fue contundente. Como resultado, entre junio de 2014 y diciembre de 2015, el tipo de cambio del peso colombiano pasó de un nivel promedio de 1.888 COP/USD a una tasa de 3.244 COP/USD, es decir, una depreciación del 72%.

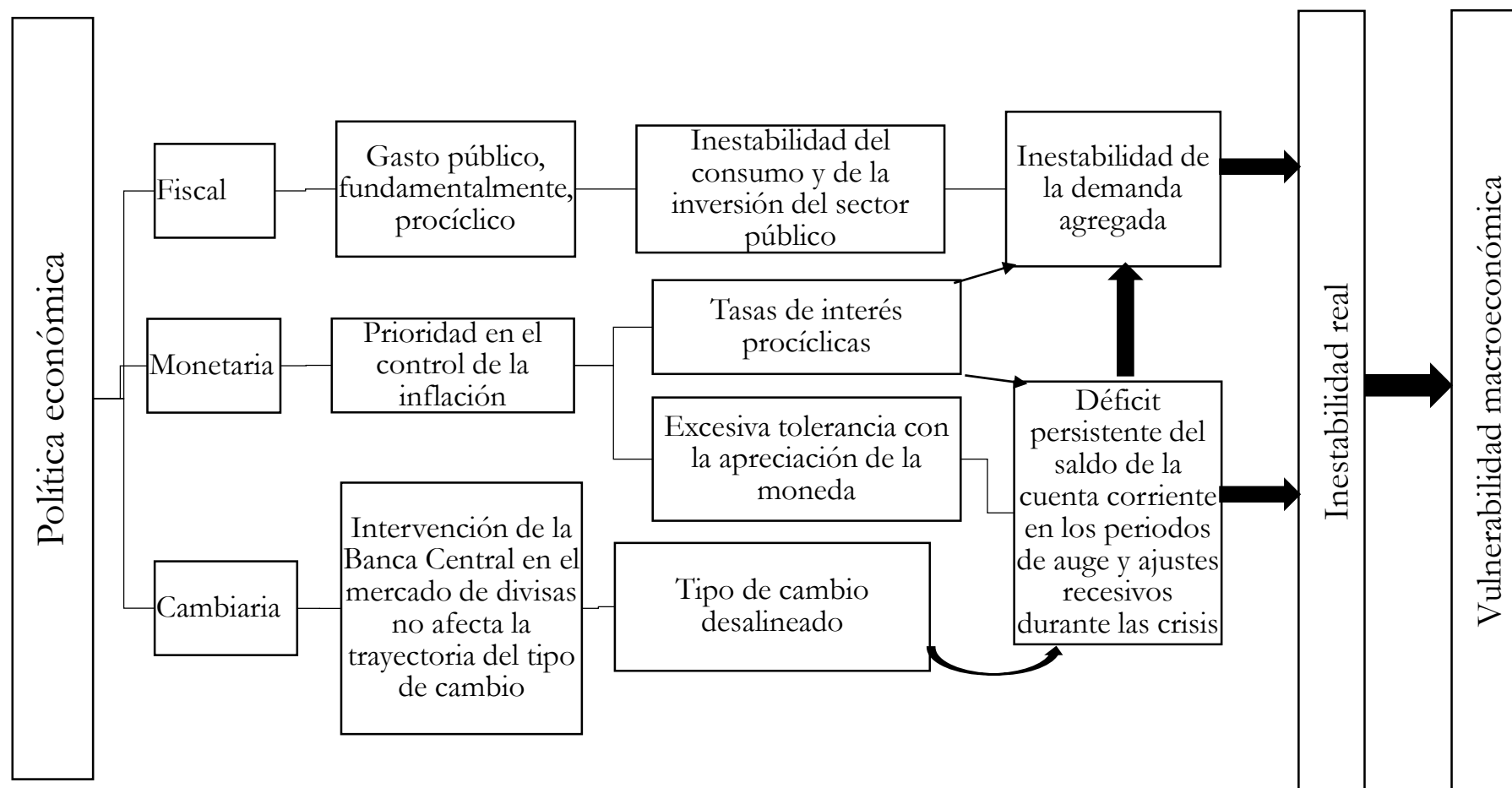
Otro de los elementos que se puede aportar para entender la posición asumida por parte del Banco de la República frente al tipo de cambio es el condicionamiento que implica el objetivo inflacionario. Tal y como se mencionó en los apartados 5.2 y 5.3, el hecho de tener un objetivo superlativo, como es la inflación, hace que el resto de la política económica quede supeditada al mismo; y mucho más en países como Colombia donde el tipo de cambio es una variable fundamental para explicar la dinámica de los precios. En estos términos, el Banco de la República mostró cierto grado de complacencia con la apreciación cambiaria,

puesto que esta variable ayuda a alcanzar su objetivo constitucional; algo que no sucedió cuando se dieron presiones hacia la depreciación (véase Esquema 5.1). Dicha asimetría en la política cambiaria también ha repercutido en los desequilibrios mostrados por el tipo de cambio a lo largo del periodo analizado.

Así pues, se concluye que la información relacionada en este apartado respalda la hipótesis de que las medidas de política cambiaria adoptadas por el Banco de la República no influyeron en la trayectoria del tipo de cambio (**Hipótesis 5**). Por consiguiente, este instrumento de política económica no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos derivados del tipo de cambio en la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado (véase Esquema 5.1).

Haciendo un balance general de los resultados encontrados en el desarrollo de este capítulo, se puede afirmar que, efectivamente, los instrumentos de política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) han actuado como mecanismos desestabilizadores, generando como resultado un incremento de la inestabilidad real de los principales agregados macroeconómicos (véase Esquema 5.1). En consecuencia, como se muestra en el Esquema 5.1, la política económica aplicada en Colombia ha contribuido a incrementar el nivel de VM del país dentro del periodo de tiempo analizado (vía interna de la VM). En estos términos, las conclusiones encontradas dentro de este capítulo respaldan la hipótesis general de esta investigación en el sentido del papel que ha cumplido la política económica para explicar la VM de Colombia dentro del periodo de referencia de esta investigación.

Esquema 5.1. La política macroeconómica como vía interna de la VM



Fuente: elaboración propia

CAPÍTULO 6. LAS FLUCTUACIONES DE LA DEMANDA AGREGADA Y LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Siguiendo el Esquema 2.1, en los capítulos 3, 4 y 5 de esta investigación se analizaron, desde el punto de vista empírico, las dos vías a través de las cuales se desencadenan los efectos de la VM. En sentido estricto, se mostró cómo la conjunción de los *shocks* exógenos³³⁰ (comerciales y financieros), que corresponden a la vía externa de la VM, y las medidas de política económica (vía interna de la VM), fueron determinantes para explicar algunos de los desequilibrios macroeconómicos más importantes que se observaron en la economía colombiana durante el periodo analizado dentro de esta investigación (1990 – 2015).

Dentro de la propuesta teórica desarrollada en el Capítulo 2, la medida global del impacto ocasionado por los *shocks* externos sobre la economía de un país es la inestabilidad real, la cual se puede observar tanto en la dinámica de la demanda como de la oferta agregada, así como en los precios macroeconómicos clave, tales como el tipo de cambio y las tasas de interés (véase Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005, 2015). Siguiendo esta línea, el objetivo de este capítulo es mostrar el comportamiento de la demanda agregada y de cada uno de sus componentes durante el periodo 1990 - 2015. En el plano metodológico, hay que aclarar que el propósito de este ejercicio no es caracterizar la economía colombiana desde la perspectiva de la demanda agregada. Más bien, de lo que se trata es de mostrar cómo los efectos conjuntos de los *shocks* externos y la política económica han afectado la dinámica de esta variable.

Al tenor de lo señalado hasta el momento, es importante recordar que en el Capítulo 2 se hizo una descripción de los mecanismos a través de los cuales se transmiten los efectos de los *shocks* externos sobre cada uno de los componentes de la demanda agregada, donde se pudo mostrar el vínculo que existe entre esta variable y los ciclos comerciales y los financieros. En términos generales, lo que se planteó fue que los efectos derivados de los *shocks* externos terminaban generando una dinámica inestable de la demanda agregada. Dicho comportamiento se explica por los desajustes que muestra esta variable en las distintas fases del ciclo económico, pero particularmente durante los periodos de auge. Durante esta fase, el crecimiento excesivo del gasto, fundamentalmente privado, es posible solventarlo gracias a la mayor disponibilidad de financiamiento externo³³¹, la apreciación de la moneda que este conlleva, al incremento de los niveles de endeudamiento, tanto interno como externo, y la posición procíclica en el manejo del gasto público. Como resultado, durante los periodos expansivos del ciclo económico, la capacidad de absorción de la economía termina incrementándose, aunque sea de manera temporal (Ffrench-Davis, 2005, 2008). Fruto de esta dinámica, la economía termina acumulando una serie de pasivos tanto internos como externos que conllevan a un déficit excesivo del saldo de la cuenta corriente; que necesariamente tiene que corregirse cuando la economía se enfrenta a algún tipo de *shock* externo negativo (reducción o salida de flujos de capital, caída de los términos de intercambio o incremento de las tasas de interés internacionales).

En el marco expuesto, tanto las expansiones desbordadas de la demanda agregada durante las fases de auge de la economía como los ajustes recesivos, y en algunos casos abruptos, en los periodos de contracción generan una dinámica inestable de dicha variable, lo cual, como

³³⁰ Para Ffrench-Davis (2008, 2009b), los *shocks* externos pueden ser positivos o negativos, y provienen de tres fuentes fundamentales: variación de los términos de intercambio, modificación de las tasas de interés internacionales y/o mayor o menor afluencia de capital externo.

³³¹ Este se puede explicar por las siguientes razones: incremento de los flujos de capital, mejoramiento de los términos de intercambio o una reducción de las tasas de interés internacionales.

se verá más adelante, termina afectando el comportamiento de la producción (véase French-Davis, 2015).

Una vez se repasaron algunos de los elementos de carácter teórico, es hora de pasar al análisis empírico. Hasta el punto donde ha avanzado esta investigación, ya se cuenta con la información de los efectos generados por los *shocks* externos sobre cada una de las variables que directa e indirectamente tienen que ver con la dinámica de la demanda agregada. En adelante, de lo que se trata es de emprender la evaluación consolidada de las mismas. Desde el punto de vista metodológico, es importante advertir que el análisis de los agregados macroeconómicos que se hace en este capítulo, y los efectos que en estos generan tanto los *shocks* externos como la política macroeconómica, es general. Vale recordar que el estudio pormenorizado de los mecanismos de transmisión se desarrolló en los capítulos 3, 4 y 5.

La hipótesis planteada para este capítulo es la siguiente:

Durante el periodo 1990 – 2015, la inestabilidad de la demanda agregada fue persistente, lo cual se explica por los efectos derivados de los *shocks* externos y la posición procíclica de las medidas de política económica.

Con el propósito de aportar información empírica para soportar la hipótesis planteada, este capítulo se encuentra organizado de la siguiente manera: en el primer apartado se estudian los principales cambios en la composición de la demanda agregada y su relación con los *shocks* externos y, en el segundo apartado, se examina el aporte de cada uno de los componentes de la demanda agregada al crecimiento de la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación.

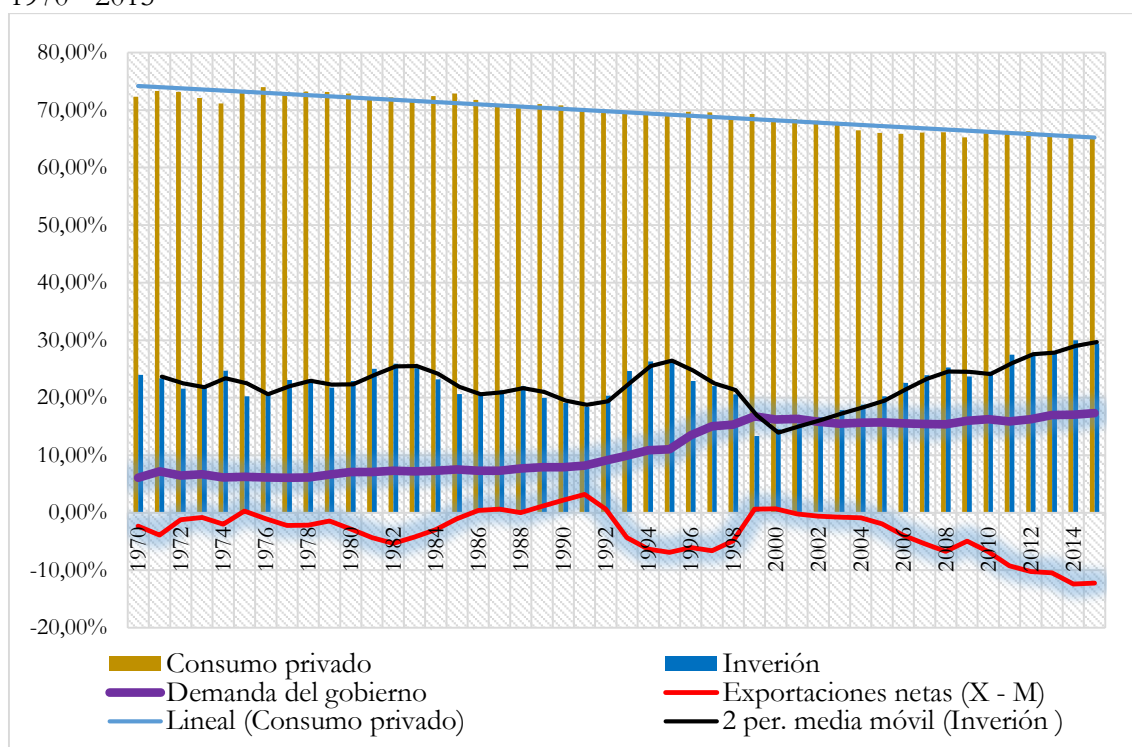
6.1. COMPOSICIÓN DE LA DEMANDA AGREGADA E INESTABILIDAD REAL

La relación entre las dos vías a través de las cuales se desencadena la VM (externa e interna) y la dinámica de cada uno de los componentes de la demanda agregada fue descrita en el Capítulo 2. Por tanto, el propósito de este subapartado es realizar un acercamiento desde el punto de vista empírico que permita observar dicho nexo. Para alcanzar este objetivo, el análisis que se plantea dentro de este capítulo combina el estudio de cada uno de los componentes de la demanda agregada, así como la estructura global de la misma. En este sentido, como lo advierten Titelman y Pérez (2015), no solamente importa la tasa de crecimiento de la demanda agregada sino también su composición.

En general, como se puede observar en el Gráfico 6.1, la composición de la demanda agregada en la economía colombiana no ha tenido grandes modificaciones en las últimas décadas. Desde una perspectiva muy amplia, los aspectos más importantes para resaltar son los siguientes: la mayor participación de la demanda del gobierno en el PIB, el incremento de la tasa de inversión, fundamentalmente en la fase del *boom* de las *commodities*, y la persistencia del déficit de la balanza comercial.

Para ahondar en el análisis del comportamiento de la demanda agregada, es necesario examinar la dinámica de cada una de las variables que hacen parte de la misma. Desde luego, se busca enfatizar en los efectos que habrían causado los *shocks* externos en cada uno de los componentes de la demanda agregada, lo que permite un mayor acercamiento al estudio de la VM de la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación.

Gráfico 6.1. Composición de la demanda agregada (precios constantes del año 2005). Periodo 1970 - 2015



Nota: las series fueron encadenadas utilizando las tasas de crecimiento reales de cada variable
Fuente: elaboración propia con información del DANE

6.1.1. Consumo

Durante el periodo de tiempo estudiado, el consumo agregado (público y privado) fortaleció su participación dentro del PIB (véase Gráfico 6.1). En promedio, dicha variable pasó de representar el 79,2% del total de la demanda agregada entre 1980 y 1989 a una participación media del 82,1% entre 1990 y 2015. Y aunque resulta paradójico³³², es el consumo del gobierno el que ha ganado mayor peso en el conjunto del periodo. Así, mientras el consumo privado representaba el 70,84% del total de la demanda agregada en 1990, al finalizar el año 2015 dicho porcentaje se redujo al 65,48%; es decir, una disminución de 5,36 pp. Entretanto, el consumo del gobierno pasó del 7,9% en 1990 al 17,3% en el año 2015; lo que significa un incremento de 9,4 pp. Expresado en tasas de crecimiento, mientras el consumo privado se expandió a una tasa promedio anual (real) del 3,26%, el consumo del gobierno se incrementó, en promedio, al 6,75% anual; de ahí la ganancia en la participación dentro de la demanda agregada.

El incremento de la participación de la demanda del gobierno dentro del PIB se explica, fundamentalmente, por la dinámica que adoptó esta variable durante la década de los 90, donde el crecimiento promedio anual (real) de esta variable fue del 10,69%. Dicho fenómeno se explica, en general, por las obligaciones asumidas por el Estado en el marco de la Constitución de 1991³³³. Ulteriormente, la tasa de expansión de la demanda del gobierno se

³³² Se supone que las medidas de apertura comercial y financiera contemplan, entre otras medidas, la disminución de la participación del Estado en la economía.

³³³ Un análisis mucho más amplio de estos aspectos se desarrolló en el apartado 5.1.

redujo, principalmente durante los primeros años de la década de los 2000³³⁴, dando como resultado un crecimiento real del 4.36% en el subperiodo 2000 - 2015. No obstante, esta variable siguió ganando peso dentro de la estructura de la demanda agregada.

Sobre la influencia directa de los *shocks* externos en el gasto público, el análisis es posible abordarlo desde varios canales, directos e indirectos, siendo uno de estos el de la financiación. Así, en la década de los 90, el Gobierno Central obtuvo ingresos tanto por concepto de los flujos de inversión de cartera como también por la vía de las privatizaciones. Desde el año 2000 en adelante, la contribución se dio fundamentalmente a través del incremento de la participación del Estado en las rentas generadas por los recursos naturales; cuyo fenómeno se pudo observar en el marco del *boom* de los precios de las *commodities* (véase Capítulo 5). Además, en los últimos años, es importante destacar el crecimiento de los flujos de inversión de cartera que se destinaron hacia el sector público (endeudamiento), especialmente en el subperiodo 2009 – 2015 (véase apartado 3.1).

Otro aspecto importante a destacar en la dinámica del consumo (público y privado) es la participación de las importaciones y su tasa de expansión. Así pues, entre 1990 y 2015, el porcentaje de crecimiento de las importaciones de bienes de consumo (expresadas en dólares corrientes) fue, en promedio, del 12.94% anual³³⁵, con lo cual, pasaron de representar el 10% del total en 1990 a un porcentaje del 22.4% al finalizar el año 2015³³⁶. Así pues, el comportamiento de esta variable es coherente con las advertencias que se hacían en el marco teórico, donde se señaló que este era precisamente uno de los fenómenos que se podría observar en un escenario de mayor apertura comercial y financiera. Como se podrá ver más adelante, esta conducta, indudablemente, se va a reflejar en el saldo deficitario de la cuenta corriente que ha mostrado la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado.

Bajo los argumentos presentados hasta el momento, es importante resaltar que, si bien es cierto que el sector público aumentó su participación en la demanda agregada, el incremento del consumo en el periodo 1990 – 2015 fue impulsado fundamentalmente por el sector privado³³⁷.

En cuanto a los efectos de los *shocks* comerciales y financieros en la dinámica del consumo, estos quedan resumidos en el Gráfico 6.2. Como se puede ver, los periodos de mayor crecimiento de esta variable están relacionados con las fases de expansión tanto de los flujos de capital como de los términos de intercambio³³⁸. Los canales a través de los cuales los ciclos

³³⁴ La tasa de crecimiento promedio anual del consumo del gobierno entre el año 2000 y el 2004 fue del 0.79%. En consecuencia, esta variable aceleró su expansión en la fase de mayor crecimiento del PIB, la cual estuvo asociada al incremento de los flujos de capital y a la bonanza de los precios de las materias primas.

³³⁵ En términos reales, las importaciones totales crecieron a una tasa media del 6.75% anual. Además, donde más crecieron fue en la década de los 2000. Así, mientras en el periodo 1990 – 1999 el incremento anual fue del 7.34%, en el periodo 2000 – 2015 dicha tasa fue del 13.84%. Para determinar los efectos de las importaciones en el consumo, hay que tener en cuenta que una parte de las mismas, naturalmente, se contabiliza como inversión.

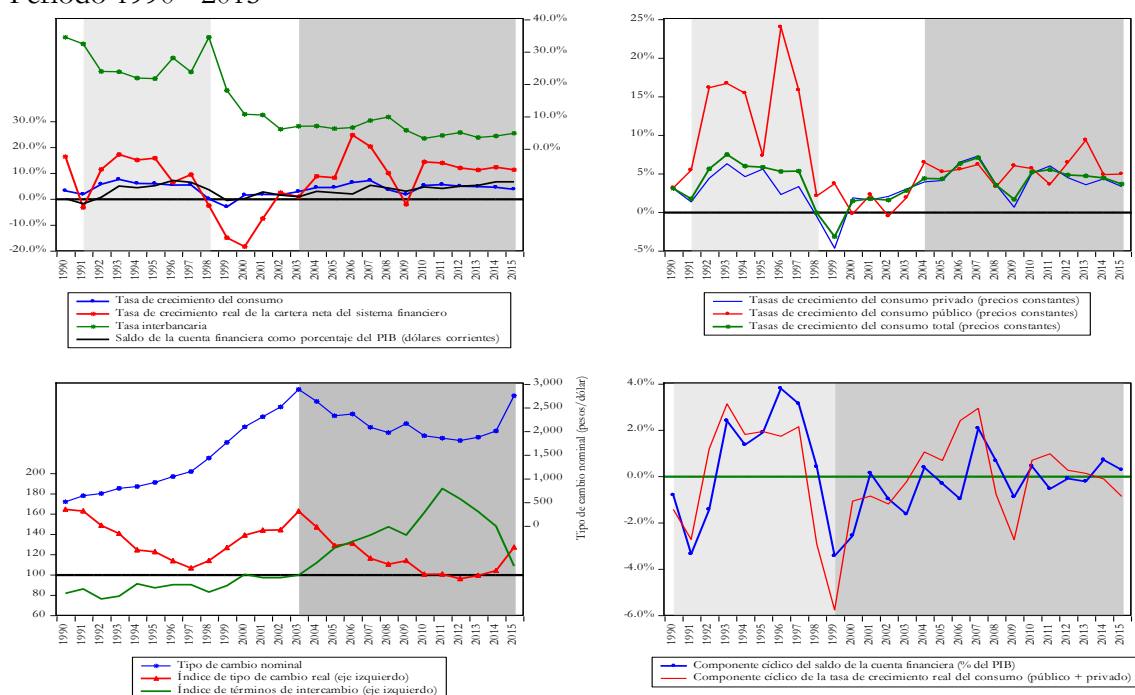
³³⁶ Los porcentajes fueron calculados a partir de la información publicada por el Banco de la República (importaciones por uso y destino económico CUODE).

³³⁷ Este aspecto se evidencia en la contribución que hace cada componente del consumo a la tasa de crecimiento real del mismo. Así, mientras el consumo privado aportó el 71.2% del crecimiento total, la demanda del gobierno contribuyó con el 28.8%.

³³⁸ La relación entre los ciclos de financiamiento externo y la dinámica del consumo en la economía colombiana es muy clara. En el periodo 1993 – 1997, que representa la primera oleada de capitales, y donde la relación entre las dos variables señaladas fue más estrecha, mientras el PIB creció a una tasa media anual del 3.8%, el consumo privado se expandió al 5.9% promedio anual.

de financiamiento externo influyen en la dinámica del consumo son diversos, empero, hay tres que resultan fundamentales para esta investigación: el del PIB, el cambiario y el crediticio.

Gráfico 6.2. La dinámica del consumo, los *shocks* externos y la política macroeconómica. Período 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE y el Banco de la República

En primer lugar, partiendo del hecho de que el PIB tiende a crecer más en los periodos de mayor afluencia de capitales, el consumo también incrementa su ritmo de crecimiento, convirtiéndose, de esta manera, en una variable que actúa de forma procíclica. En segundo lugar, dado que las fases de auge de los ciclos de financiamiento externo tienden a apreciar la moneda, y que este fenómeno afecta el ingreso real de las familias, el consumo también se incrementa por la vía de las importaciones³³⁹. Asimismo, el consumo se acelera debido a la mayor disponibilidad de crédito en los periodos de auge de la economía³⁴⁰, que a su vez coexisten con los ciclos de financiamiento externo. Como se señaló en el marco teórico, esta situación es posible porque el incremento de los niveles de consumo, y de la demanda en general, no generan mayores presiones sobre los precios, dado que la apreciación de la moneda contribuye a alcanzar dicho objetivo³⁴¹ (Ffrench-Davis, 2008, 2015). Ante esta situación, la banca central mantiene unas tasas de interés de intervención bajas, que además

³³⁹ Para los países en desarrollo como Colombia, el incremento en el consumo se presenta porque la apreciación de la moneda genera una caída de los precios de los bienes importados, y del nivel de precios en general (CEPAL, 2004b, 2010; Frenkel y Taylor, 2006; Ffrench-Davis, 2008, 2015), lo que hace que el salario real de los trabajadores se incremente (Bresser-Pereira y Gala, 2008). Como consecuencia, la apreciación cambiaria genera un efecto riqueza, que a su vez incentiva un crecimiento en el gasto (CEPAL, 2001; Ocampo, 2002; Ocampo, 2007b)

³⁴⁰ En el segundo capítulo de esta investigación se señaló que la política monetaria en estos países, por la necesidad de adecuarse a las fluctuaciones de los flujos internacionales de capital, tiende a ser procíclica, lo que implica que, en los periodos de auge, los tipos de interés tienden a disminuir. Lo contrario sucede en las fases recesivas. Como resultado, la disponibilidad de crédito es mayor en los periodos de auge de la economía, y disminuye cuando el ciclo económico toma una pendiente negativa.

³⁴¹ No obstante, para el caso colombiano, Chavarro *et al.* (2012), quienes hacen un análisis del periodo 1991 – 2006, encuentran que el efecto del tipo de cambio sobre los precios (*pass through*) se habría reducido luego de la eliminación del sistema de bandas cambiarias, y la posterior implementación del tipo de cambio flexible y del esquema de inflación objetivo.

se justifican debido a la necesidad de reducir la presión sobre el tipo de cambio (véase Capítulo 2).

Las consecuencias de los ciclos externos también se potenciaron como resultado del manejo de los instrumentos de política económica, ya sea porque su posición fue procíclica o porque la actitud pasiva de las autoridades no mitigó el sesgo de algunos agregados macroeconómicos; especialmente en el caso del tipo de cambio³⁴². Respecto a la demanda del gobierno, su dinámica queda resumida en el comportamiento del consumo agregado, que, en general, mostró una posición procíclica, tal y como se pudo observar en el apartado 5.1. En cuanto al manejo de la política monetaria, si bien es cierto que el eje fundamental fue el control de la inflación, como pudo ver en el apartado 5.2, lo más importante para resaltar en términos de su contribución a la inestabilidad de la demanda agregada es la dinámica del crédito, medida a través de la tasa de crecimiento real de la cartera neta del sistema financiero (CNSF).

El sesgo procíclico de la cartera crediticia fue evidente tanto en los periodos de expansión de la economía como en los de contracción. Justamente, la CNSF creció a unas tasas (reales) del 12.36% y 11.8% durante los dos periodos de expansión, que se ubican, el primero, entre los años 1992 a 1997, y el segundo, en el subperiodo 2004 – 2013. En contraste, en el subperiodo 1998 – 2003, que representa una fase recesiva de la economía colombiana, la CNSF cayó a una tasa media anual del 8.66%. En consecuencia, en los periodos de auge, la CNSF terminó creciendo por encima del consumo agregado, y en las crisis, su caída fue superior; agravando, de esta manera, las fluctuaciones de la demanda interna³⁴³. Así las cosas, como lo advertían Titelman y Pérez (2015), el crédito no solamente amplifica los ciclos, sino que también adopta una conducta asimétrica.

La dinámica del crédito privado en cada uno de los subperiodos mencionados ha seguido las fases cíclicas de los flujos de capital y del PIB. En cada uno de las fases de auge, la tasa de crecimiento del crédito ha sido muy elevada, especialmente en los subperiodos 2003 – 2008 y 2009 – 2015, donde el incremento promedio anual fue del 14,3% y 12,5%, respectivamente. En el subperiodo 1993 – 1998 es importante subrayar el fuerte crecimiento del crédito al sector público, especialmente en los años previos a la crisis de 1999³⁴⁴. También se destaca el aumento de la participación del crédito como porcentaje del PIB, que pasó de un promedio del 27,5% en el periodo 1998 – 2002 al 47,9% entre 2010 y 2015. Con estas cifras, resulta válida la idea de relacionar los ciclos de financiamiento externo y el ciclo crediticio, tal y como lo citan Tenjo y López (2002), Villar *et al.* (2005), y Gómez *et al.* (2013) para el caso colombiano.

En el plano teórico, Bernanke *et al.* (1999) habían planteado la existencia de un acelerador financiero, en donde los mercados crediticios terminan amplificando los *shocks* externos, convirtiéndose así en otro elemento de carácter procíclico. En el mismo sentido, Ffrench-Davis (2015) y Titelman y Pérez (2015) advertían que, debido a las características de los flujos de capital que ingresan a los países emergentes, y sus condiciones particulares, una de las consecuencias era precisamente la expansión acelerada del crédito.

³⁴² Estos aspectos fueron abordados en el Capítulo 5.

³⁴³ Entre el año 2002 y el 2015, la cartera de consumo pasó de representar el 15.6% del total a una tasa del 27%; es decir, prácticamente se duplicó. En el mismo periodo, la cartera hipotecaria reportó unos porcentajes del 21.7% y 11.5%, respectivamente.

³⁴⁴ En términos reales, en el periodo 1993 – 1998, el crédito al sector público creció a una tasa media anual del 26%. Más allá de esta cifra, el crédito al sector público entre 1997 y 1998 se multiplicó por tres, y si se toma como referencia el año 1999, se multiplicó por seis.

Bajo los argumentos presentados en el Capítulo 2, y los elementos citados hasta el momento, existe un vínculo muy fuerte entre la afluencia de capitales y el comportamiento del consumo. Para ahondar en este tema, se calculó la tasa de crecimiento del consumo tomando como referencia las fases que corresponden a los episodios alcistas de los ciclos de financiamiento externo. Los valores encontrados también se compararon con las variaciones del PIB.

Como se puede observar en el Cuadro 6.1, los periodos de mayor crecimiento del consumo, en general, han estado asociados a las fases de auge del PIB. En todos los subperiodos, el consumo total creció, en términos reales, a una tasa similar al incremento del PIB. No obstante, en el subperiodo 1993 – 1997, donde se dio la primera gran oleada de capitales del periodo de apertura, el consumo se incrementó a una tasa promedio anual del 5,9%, mientras que el PIB lo hizo al 3,8%.

En las fases alcistas del consumo, la tasa de crecimiento de las importaciones fue muy elevada, y resultó ampliamente superior a la del PIB en general, y a la de las exportaciones en particular. Este hallazgo es consecuente con el planteamiento de Ffrench-Davis (2010), quien advertía sobre los efectos cambiarios de los ciclos de financiamiento externo, cuyo resultado era, precisamente, una recuperación de la demanda intensiva en importaciones.

Ahora, aunque desde el punto de vista teórico los flujos de capital deberían suavizar el consumo, fundamentalmente en los periodos recesivos, esto no ha sucedido, con lo cual, se aporta evidencia a favor del comportamiento procíclico de esta variable. Esta situación es evidente en el subperiodo 1998 – 2003, donde la tasa de incremento anual del consumo fue negativa (-0,05%), al igual que las importaciones, que disminuyeron a una tasa media del 3,58% anual.

Cuadro 6.1. Tasa media anual de crecimiento del consumo, ciclo económico y ciclo crediticio. Periodo 1993 – 2015

Período 1990 - 2015										
Subperiodo	Consumo por sectores institucionales*				Crédito privado		Balanza comercial			Tasa de crecimiento anual del PIB real
	Total	Hogares	Gobierno	ISFLSH	Tasa de crecimiento anual como % del PIB (corriente)	Participación media anual en el PIB (corriente)	Tasa de crecimiento anual (real)**	Importaciones (crecimiento anual real)	Exportaciones (crecimiento anual real)	
1990 - 1992	3,6%	2,5%	10,6%	-0,6%	-1%	30%	ND	17%	9%	3,6%
1993 - 1997	5,9%	3,7%	15,7%	1,8%	4,0%	34,1%	6,49%	13,6%	3,7%	3,8%
1998 - 2002	-0,05%	-0,57%	1,46%	0,40%	-7,1%	27,5%	-4,3%	-3,58%	3,25%	0,95%
2003 - 2008	5,1%	5,0%	5,3%	4,8%	8,7%	31,7%	14,3%	13,3%	7,1%	5,4%
2010 - 2015	4,2%	4,2%	4,4%	4,0%	2,8%	47,9%	12,5%	9,3%	3,9%	4,5%

*precios constantes.

** Los datos fueron obtenidos del Banco de la República. La tasa media de crecimiento del crédito privado fue calculada a partir de los valores deflactados tomando como base el año 1993. Para deflactar las cifras, se utilizó el IPC.

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República, el DANE y el Banco Mundial

6.1.2. Inversión

Uno de los componentes más importantes dentro de la demanda agregada es, sin lugar a dudas, la inversión. Las razones por las cuales su dinámica es tan significativa en el conjunto de la actividad económica se enmarcan dentro del pensamiento keynesiano y poskeynesiano, cuyos fundamentos también han sido resaltados tanto en el Estructuralismo Latinoamericano como en el Neoestructuralismo (véase Pérez, 2015a). Como se pudo ver en el Gráfico 6.1, la trayectoria que siguió la FBK en la economía colombiana fue muy diferente respecto al comportamiento de los otros componentes de la demanda agregada. Sin profundizar en aspectos empíricos, es evidente que esta variable estuvo sujeta a un proceso cíclico mucho más pronunciado; a diferencia de lo que sucedió, por ejemplo, con el consumo.

En el Cuadro 6.2 se muestra la desviación estándar de las tasas de crecimiento reales de cada uno de los componentes de la demanda agregada. Comparando la década de los 90 con el subperiodo 2000 – 2015, se puede concluir que la volatilidad conjunta de esta variable se redujo. Por componentes, la FBK, así como las importaciones, fueron las variables más volátiles dentro de la estructura del PIB, especialmente durante la década de los noventa (véase Cuadro 6.2). Posteriormente, como resultado de la reducción de las fluctuaciones de estas variables, la volatilidad conjunta de la demanda agregada se redujo, pasando de una desviación estándar del 2,8% entre 1990 y 1999 a un porcentaje del 1.6% entre 2000 y 2015; aspecto que, en principio, resulta positivo para el entorno macroeconómico.

Cuadro 6.2. Desviación estándar de las tasas de crecimiento reales de los componentes de la demanda agregada. Periodo 1990 – 2015

Periodo	Demanda agregada	Consumo	Consumo privado	FBK	Demanda del gobierno	Exportaciones	Importaciones
1990 – 2015	2,2%	2,3%	2,4%	12,4%	5,8%	4,5%	12,4%
1990 – 1999	2,8%	3,1%	3,1%	17,2%	7,1%	4,7%	18,0%
2000 – 2015	1,6%	1,7%	1,8%	5,7%	2,5%	4,2%	7,1%

Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales encadenadas)

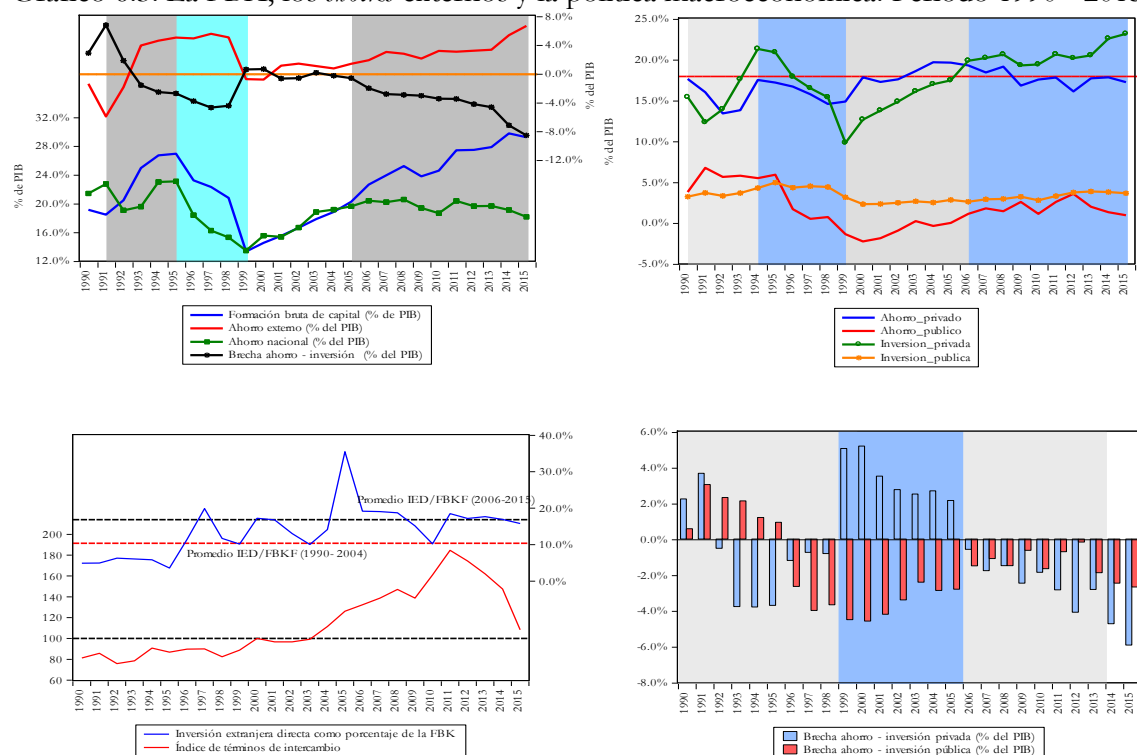
Volviendo al análisis de la dinámica de la FBK, si bien es cierto que esta variable ganó participación en el total de la demanda agregada durante el transcurso del periodo 1990 – 2015, y particularmente en los últimos cinco años (2011 – 2015), donde alcanzó un promedio anual del 28,3%, dicho comportamiento no representa un cambio estrictamente significativo respecto a los valores observados tanto en la década de los 70 como en los 80, donde los porcentajes fueron del 23,2% y 23.5%, respectivamente (véase Gráfico 6.1). Incluso, si se toma el subperiodo 1990 – 2010, se podría decir que la participación de la FBK en el total de la demanda agregada fue muy baja, con un promedio del 20.7% anual. En este marco, solamente en aquellos años donde los términos de intercambio resultaron muy favorables para la economía colombiana la FBK logró crecer a unas tasas mucho más altas y sostenidas; recuperando así los niveles que ya se habían alcanzado en las décadas previas a la apertura económica de los 90.

Los efectos de los *shocks* externos en la dinámica de la inversión se pueden observar en el Gráfico 6.3. Como se puede ver, hay una relación muy estrecha entre el comportamiento de la FBK y la senda del ahorro externo. Y aunque este fenómeno parecería, en principio, positivo, hay dos aspectos importantes para resaltar. El primero tiene que ver con las fuentes de financiación. En este punto, es importante advertir que el crecimiento de la inversión,

fundamentalmente privada, no se apalancó con ahorro nacional sino con los flujos de capital externo³⁴⁵. Este fenómeno se explica por tres razones: el crecimiento de la inversión de las empresas, sin que haya una correspondencia en el ahorro de este sector institucional, la reducción del ahorro de los hogares y la persistencia del déficit público (véase apartado 3.2). Ante este hecho, es evidente que las entradas de capital, en vez de incentivar el ahorro interno, en la mayoría de los casos, terminaron sustituyéndolo³⁴⁶ (véase apartado 3.2). Como resultado, la tasa de ahorro mostró una tendencia decreciente en la década de los 90³⁴⁷, que posteriormente se recuperó y se mantuvo un porcentaje estable desde el año 2005; sin mostrar signos de ganar mayor participación en el PIB³⁴⁸. De esta suerte, se concluye que la tasa de ahorro doméstico ha sido insuficiente para financiar el crecimiento de la FBK, lo cual, como se advirtió en el marco teórico, es una muestra de la VM de la economía colombiana (véase Baritto, 2009).

El segundo aspecto a destacar tiene que ver con la profundización de la dependencia de la FBK con respecto a los términos de intercambio y a los flujos de capital. Dicho fenómeno se agudizó en medio del *boom* de los precios de las materias primas que se inició hacia el año 2004 (véase Gráfico 6.3). De este modo, el crecimiento de la inversión estuvo ligado a un periodo “benévolo” de las exportaciones, que desencadenó en una expansión sustancial de las entradas de IED.

Gráfico 6.3. La FBK, los *shocks* externos y la política macroeconómica. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales), el Banco de la República, el Banco Mundial y la UNCTAD.

³⁴⁵ Como lo advierte Marfán (2005), la mayor parte del desfase del gasto va a estar en el sector privado; lo cual es consecuente con el planteamiento teórico presentado en el capítulo 2.

³⁴⁶ Este fenómeno fue mucho más evidente en algunos años de la década de los 90, donde los flujos de capital mantuvieron su participación en el PIB a la vez que la FBK y el ahorro nacional disminuían.

³⁴⁷ La tasa de ahorro doméstico fue del 21.4% en el año 1990 pero cayó hasta el 13.4% en 1999.

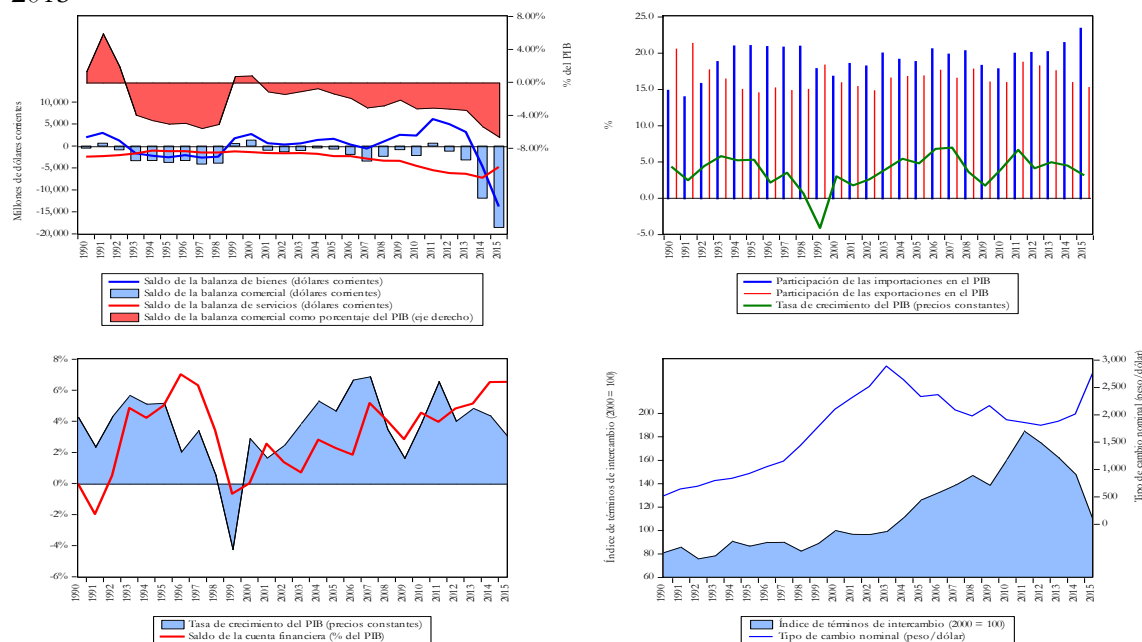
³⁴⁸ La tasa de ahorro doméstico promedio entre el año 2005 y el 2015 fue del 19.5%.

Al final, aunque el crecimiento de la FBK puede calificarse como positivo, la dependencia respecto a los flujos internacionales de capital y al comportamiento de los términos de intercambio hizo que la dinámica de esta variable sea más inestable. Además, en un marco de crecimiento tan marcado de los flujos de IED hacia los sectores beneficiados con el *boom* de precios³⁴⁹, como el que se dio desde mediados de la década de los 2000, el incremento de la FBK que se dio durante este lapso de tiempo resulta muy pobre respecto al que se requeriría para un crecimiento más alto y duradero. Por otra parte, no solamente importa que la FBK sea mayor, sino también los sectores donde se origina y las fuentes de financiamiento. Si a este fenómeno se le agrega el hecho de que el ahorro nacional no haya crecido, el resultado va a ser una tasa de formación de capital mucho más volátil y exigua. En estos términos, el comportamiento de la inversión está reflejando la VM a la cual sigue enfrentándose la economía colombiana.

6.1.3. El saldo de la balanza comercial y el endeudamiento externo

Una vez abordado el análisis tanto del gasto de consumo (público y privado) como de la FBK, queda por revisar la dinámica externa, cuyo resultado se encuentra plasmado en el saldo de la balanza comercial. La característica más importante en el lapso de tiempo analizado, que corresponde con los años de profundización de la apertura económica, es la persistencia del déficit comercial (véase Gráfico 6.4). Este hecho refleja, simplemente, un exceso de gasto sobre la producción (brecha ahorro – inversión) en la economía colombiana.

Gráfico 6.4. Saldo de la balanza comercial y sus principales determinantes. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales), el Banco de la República y el Banco Mundial

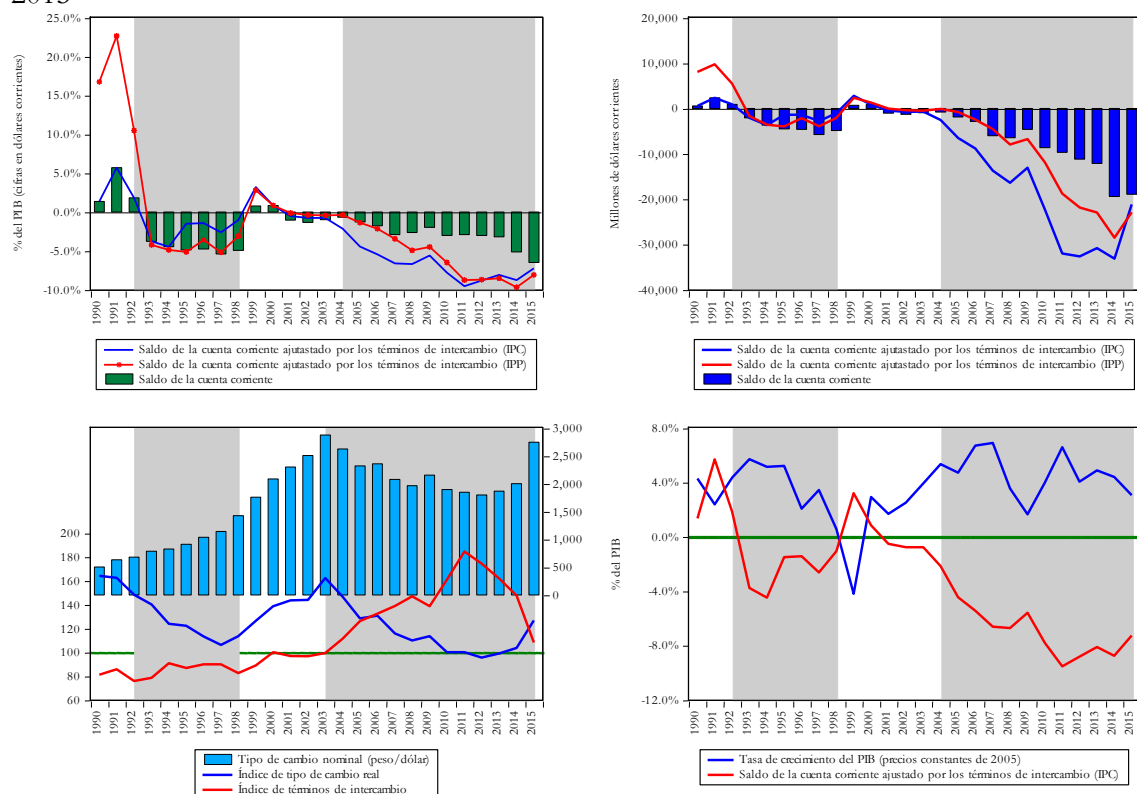
El desajuste en las cuentas externas dentro del periodo de análisis de esta investigación se explica, fundamentalmente, porque las importaciones crecieron a una tasa promedio anual del 8.7% mientras que las exportaciones lo hicieron a una media del 5.3% (en términos

³⁴⁹ Tomando las cifras de la UNCTAD, en el periodo 2004 – 2015, las entradas de IED representaron, en promedio, el 18,2% de la formación bruta de capital fijo.

reales)³⁵⁰. Esta brecha ni siquiera fue eliminada en el marco del *boom* de las *commodities*³⁵¹. Al final, lo que terminó ocurriendo es que en aquellas fases donde las exportaciones crecieron las importaciones siguieron la misma dinámica; incluso, en la mayoría de los periodos, se expandieron a un ritmo mayor. Como resultado, el incremento de los flujos de capital, así como las divisas generadas a través del crecimiento de las exportaciones, permitieron flexibilizar la restricción externa, y, de esta manera, dieron lugar a un incremento significativo de las importaciones (y del gasto en general).

Como resultado general, el crecimiento del PIB de Colombia dentro del periodo de investigación analizado siempre estuvo marcado por la acumulación de desequilibrios macroeconómicos, entre estos, la persistencia del déficit de la balanza comercial (y de la cuenta corriente), la apreciación cambiaria (real) por periodos prolongados y una brecha negativa entre el ahorro nacional y la inversión (véase Gráfico 6.5). Dichos indicadores, como se advirtió en el marco teórico, son el reflejo de la inestabilidad macroeconómica de un país.

Gráfico 6.5. Desequilibrios externos y crecimiento económico en Colombia. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales), el Banco de la República, la CEPAL y el Banco Mundial

Así entonces, se concluye que las interacciones de los *shocks* externos con las medidas de política económica propiciaron un desfase entre la producción y el gasto, que desencadenó en la acumulación de un déficit externo excesivo. El comportamiento del saldo de la cuenta corriente estaría asociado a dos factores: un déficit continuo de la balanza comercial, incluso en aquellos periodos marcados por el *boom* de los precios de las materias primas, y a la presión que han ejercido las rentas factoriales generadas por los flujos de capital que ingresaron a la

³⁵⁰ Tomando las cifras en dólares corrientes, tal y como se reportan en la balanza de pagos, los resultados son similares.

³⁵¹ A pesar de que en algunos años el saldo de la balanza de bienes fue positivo.

economía colombiana tanto en los 90 como en los 2000 (estos aspectos se analizaron con mayor profundidad en el Capítulo 4).

A partir de la información aportada hasta el momento, es clara la relación que existe entre los *shocks* externos y la dinámica de los componentes de la demanda agregada durante el periodo de tiempo analizado. Para complementar este análisis, en el Cuadro 6.3 se muestran las correlaciones parciales, que reflejan la manera cómo se ha visto afectada la demanda agregada como resultado de los ciclos comerciales y los financieros. Como se puede ver, en la mayoría de los casos, los coeficientes resultan significativos desde el punto de vista estadístico, confirmando la posición procíclica que han asumido durante el periodo de tiempo analizado. A partir de estos resultados, nuevamente se confirma la relación entre los *shocks* externos y la inestabilidad macroeconómica, en este caso, por la vía de la demanda agregada.

Cuadro 6.3. Coeficientes de correlación parciales entre las variables que representan los *shocks* externos y los componentes de la demanda agregada. Periodo 1990 – 2015

Medida	Variable	Componente cíclico de los flujos de capital			Tipo de cambio		Índice de términos de intercambio (2000 = 100)
		Saldo neto de la cuenta financiera	Inversión de cartera neta	Inversión extranjera directa neta	Tipo de cambio nominal (promedio anual)	Índice de tipo de cambio real (promedio anual - IPC - Año base 2010)	
Componente cíclico	Demanda agregada	0,737568*	0,234343	0,408004*	-0,413877*	-0,587136*	0,840061*
	Demanda interna	0,763702*	0,23024	0,371026**	-0,375343**	-0,589712*	0,820707*
	Formación bruta de capital (FBK)	0,682391*	0,165763	0,317415	-0,330204**	-0,486972*	0,769756*
	Consumo	0,74119*	0,270848	0,376819**	-0,370418**	-0,619711*	0,828421*
	Consumo privado	0,763619*	0,207486	0,395864*	-0,404348*	-0,623933*	0,832656*
	Consumo público	0,369192**	0,334242**	0,166411	-0,121217	-0,34916**	0,800232*
	Importaciones	0,765563*	0,206237	0,520602*	-0,358493**	-0,561752*	0,808137*
	Exportaciones	0,167407	-0,046735	0,626079*	-0,231671	-0,183936	0,209515

*Significativo al 5%; ** Significativo al 10%

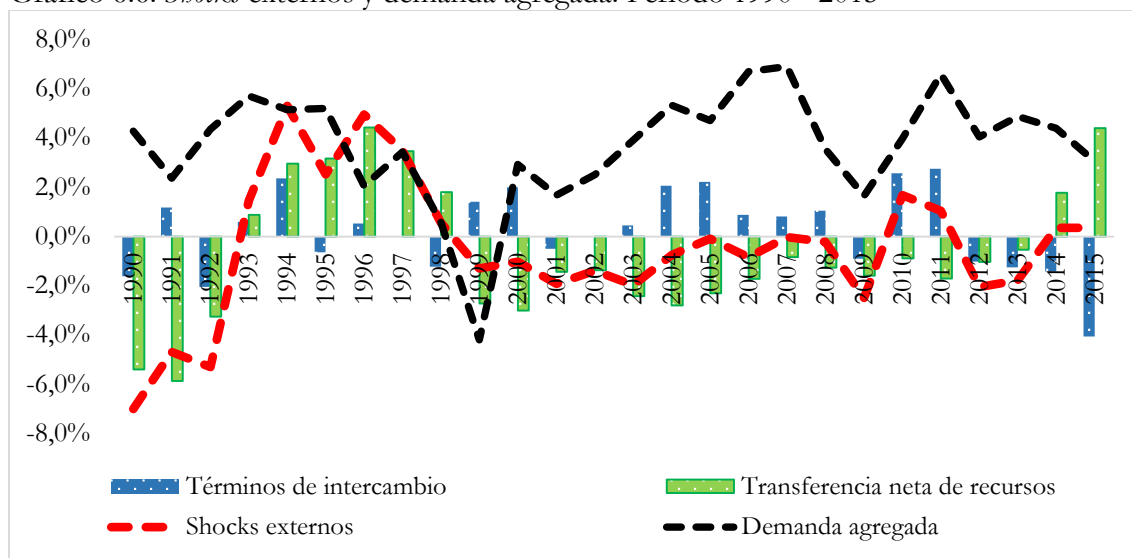
El componente cíclico de las variables se calculó utilizando el filtro Hodrick-Prescott

Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el Banco Mundial

La relación entre los *shocks* externos³⁵² y la tasa de variación de la demanda agregada también se puede observar en el Gráfico 6.6. Como se puede ver, tanto los términos de intercambio como la transferencia neta de recursos han marcado el comportamiento de la demanda agregada durante el periodo de tiempo estudiado. Naturalmente, hay diferencias entre subperiodos. Así, en la década de los 90, el principal factor de influencia (en términos netos) fueron los flujos de capital. En contraste, desde mediados de la década de los 2000 en adelante, dicho rol fue asumido, fundamentalmente, por los términos de intercambio.

³⁵² La medida de *shocks* externos se obtiene a partir de la sumatoria del efecto generado en el PIB tanto por los términos de intercambio como por la transferencia neta de recursos (véase Ffrench-Davis, 2010, 2012b). La transferencia neta de recursos se calcula como la sumatoria del saldo neto de la cuenta financiera, los errores y omisiones netos, y el balance del ingreso primario (rentas factoriales). El efecto de los términos de intercambio en el PIB se determinó por el producto entre la variación de este índice y la participación de las exportaciones en el PIB.

Gráfico 6.6. *Shocks* externos y demanda agregada. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República, el Banco Mundial y el DANE

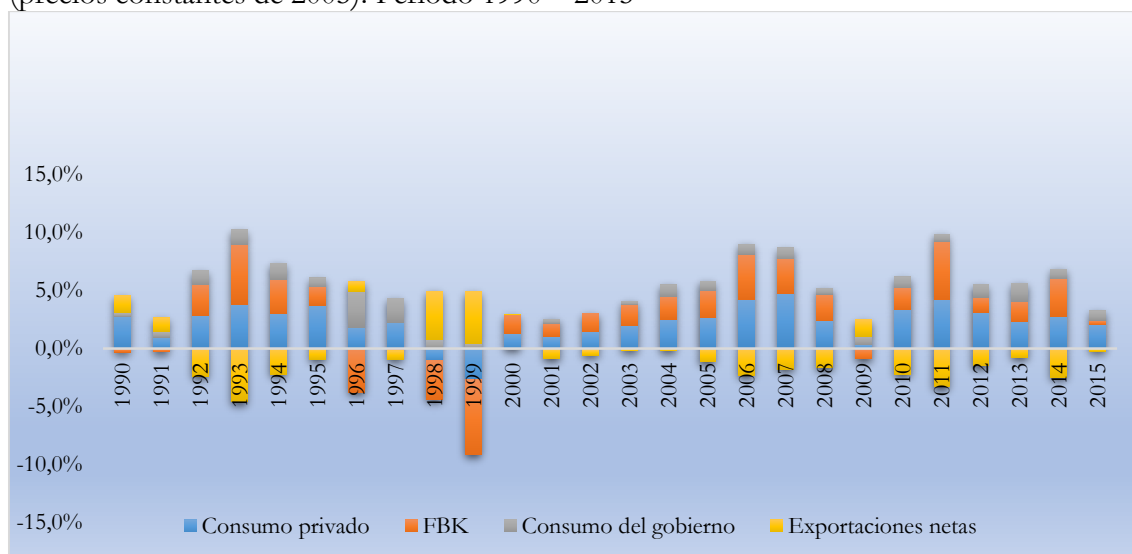
6.2. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL GASTO DE LA DEMANDA AGREGADA POR COMPONENTES DEL GASTO Y RESIDENCIA

El objetivo de este subapartado es mostrar, por una parte, cuánto contribuyó cada componente del gasto al crecimiento de la demanda agregada, y por otro, los efectos que pudieron haber causado los *shocks* externos en dicha composición. Lo que se esperaría, en principio, es que la participación de cada variable guarde relación con la importancia que adquiere en el conjunto del PIB.

Como se puede observar en el Gráfico 6.7, el ítem del gasto que más aportó al crecimiento del PIB fue el consumo privado. Así, mientras el PIB creció a una tasa media anual del 3.6% en el periodo 1990 – 2015, el consumo privado contribuyó con el 2.23%; lo que representa el 61.7% del total. El componente que le sigue es la FBK, cuyo aporte al crecimiento de la demanda agregada fue del 1.14% del total, para un 31.4% de participación. Y aunque se esperaría que la aportación del consumo del gobierno no sea tan significativa en un marco de apertura comercial y financiera, y teniendo en cuenta que este tipo de gasto no es el más representativo de la demanda agregada, al final, su contribución al crecimiento fue del 0.89%, es decir, un 24.6% del total. En estos términos, si se compara la contribución que hizo la FBK con la del gobierno, la diferencia no es tan significativa (0,25 pp). Por último, dado que el saldo de la balanza comercial (X-M) fue negativo para el conjunto del periodo, la contribución al crecimiento del PIB de este componente fue, en promedio, del -0.64% anual³⁵³. Así las cosas, aún en un periodo de mayor liberalización comercial y financiera, la dinámica de la economía colombiana sigue dependiendo del gasto interno. No obstante, como se ha venido recalando a lo largo de esta investigación, lo más importante es que los *shocks* externos afectan la dinámica de todas las variables que componen el gasto agregado, y no solamente aquellas que se muestran en los movimientos comerciales. Ante esta situación, toma gran relevancia el estudio tanto de la VM desde el enfoque abordado en esta investigación.

³⁵³ Esto no quiere decir que el sector externo no contribuya al crecimiento del PIB.

Gráfico 6.7. Contribución al crecimiento de la demanda agregada por componentes del gasto (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015



Nota: los datos de la contribución al crecimiento del PIB se obtuvieron de las series encadenadas de cuentas nacionales, tomando el 2005 como año base.

Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales)

La demanda agregada también se puede expresar como la suma del PIB interno o no exportado y el PIB exportado³⁵⁴. En el caso de las exportaciones brutas, que representan uno de los componentes de la demanda externa³⁵⁵, el aporte promedio anual que hicieron al crecimiento del PIB fue del 0,85%, es decir, un 23.16% del total de la tasa media de expansión de la economía para el periodo analizado (3.6%). La contribución que hizo el PIB no exportado fue, en promedio, del 2.81% anual, es decir, el 76.84% del total del crecimiento económico anual alcanzado en el periodo 1990 – 2015.

Si el análisis se hace por subperiodos, hay diferencias importantes. Así, mientras en la década de los noventa fue la demanda de exportaciones la que jalonó el crecimiento del PIB (63.8% del total), en el resto del periodo (2000 – 2015) el componente fundamental fue el PIB no exportado (82.4%)³⁵⁶. Para entender la diferencia entre los dos subperiodos, hay que tener en cuenta que, en la década de los noventa, el resultado obtenido se vio afectado por la fuerte caída de la inversión y del consumo; sobre todo en la segunda parte de dicho lapso. En el caso de la FBK, desde el año 1996 hasta 1999, esta variable mostró tasas negativas de crecimiento. Respecto al consumo, la caída se dio tanto en el año 1998 como en 1999. Como resultado del comportamiento de estas variables, la demanda interna cayó un 1.4% y un

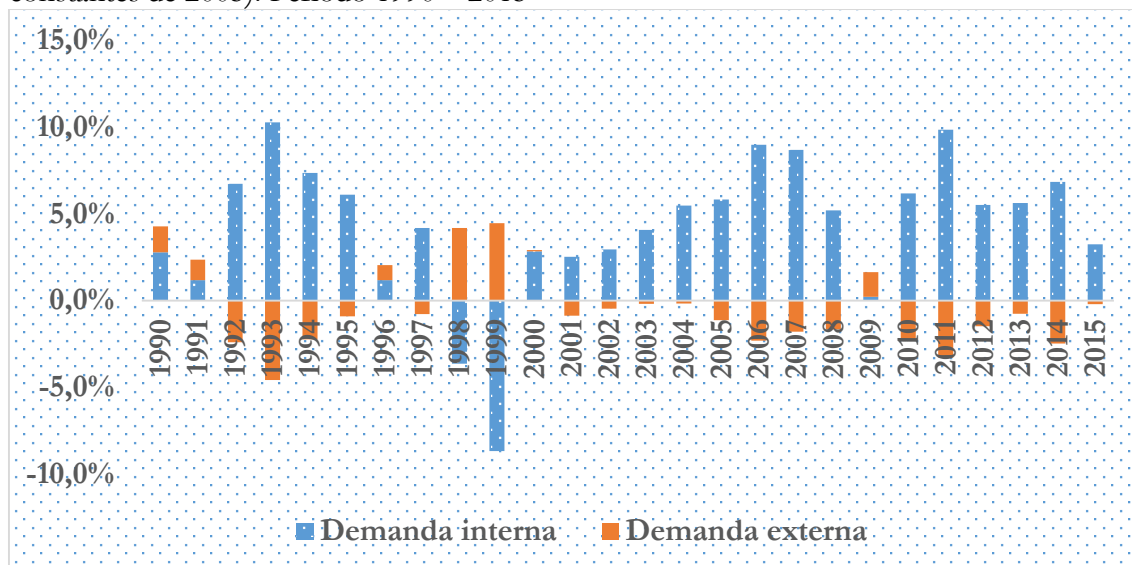
³⁵⁴ Si la $DA = C + I + G + X - M$, entonces, la identidad también se puede expresar de la siguiente manera: $DA = (C + I + G - M) + X$. Donde la demanda de producción doméstica o PIB interno sería igual a la suma de $C + I + G - M$. En este caso, las exportaciones representarían el PIB o demanda agregada externa. El gasto doméstico no es igual a la demanda interna puesto que en el primero se están restando las importaciones. A la vez, la demanda de exportaciones no es igual a la demanda externa puesto que falta por deducir el componente importado, donde las exportaciones quedarían expresadas en términos netos, que sería el saldo de la balanza comercial.

³⁵⁵ Si se toman las exportaciones netas el aporte sería negativo puesto que en la mayoría de los años del periodo analizado el saldo de la balanza comercial fue deficitario.

³⁵⁶ En el subperiodo 1990 – 1999, el PIB creció a una tasa media anual del 2.85%, de los cuales, el 1% corresponde a demanda interna, y el 1.85% a la demanda externa. En contraste, en el subperiodo 2000 – 2015, mientras la demanda externa aportó el 3.43%, la demanda externa hizo una contribución del 0,74%; para una tasa media anual de crecimiento del PIB del 4.16%.

10.2% en los años 1998 y 1999, respectivamente. En el caso del PIB interno, los porcentajes de disminución fueron del 0.8% y 7%, respectivamente.

Gráfico 6.8. Contribución al crecimiento de la demanda agregada por residencia (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015



Los datos de la contribución al crecimiento del PIB se obtuvieron de las series encadenadas de cuentas nacionales, tomando como año base el 2005.

Fuente: elaboración propia con información del DANE

En el subperiodo 1990 – 1999, el PIB interno creció a una tasa media anual del 2.1%. De este porcentaje, la totalidad corresponde al aporte que hizo el consumo agregado³⁵⁷ (2.2%); en tanto que la contribución de la FBK fue negativa (-0.1%). En contraste, la demanda de exportaciones creció, en promedio, al 6.61% anual; de ahí su mayor aporte a la tasa de expansión del PIB. En este punto, llama la atención que en un periodo de gran afluencia de capitales la FBK, en vez de haber crecido, haya mostrado una dinámica descendente. Además, a la vez que FBK no contribuyó al crecimiento del PIB, también mostró un nivel de inestabilidad muy elevado. De ahí la importancia de la estabilidad macroeconómica real, tal y como se resaltó en la propuesta de marco teórico presentado en el Capítulo 2.

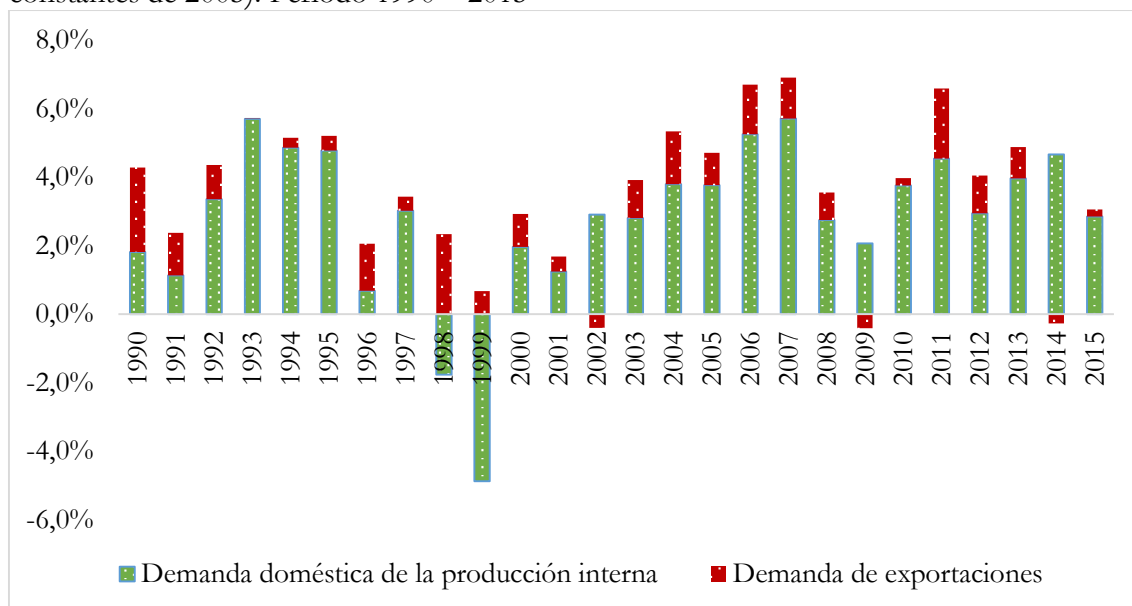
En el subperiodo 2000 – 2015 sucedió lo contrario a lo acontecido en la década de los noventa. Así pues, la demanda interna de producción nacional se convirtió en el motor del crecimiento económico. Por componentes, la FBK fue la que más aportó al crecimiento de dicha variable (2.4%), cuya tasa de expansión promedio anual fue del 4.1%. De esta suerte, aunque el consumo agregado aumentó su participación en el PIB, la contribución que hizo al PIB no exportado (1.7%) fue menor a la de la inversión (2.4%). Desde luego, esta situación se explica por la mayor participación de la FBK en el PIB, que pasó del 14.5% en el año 2000 al 29.2% en el 2015 (en términos reales).

Como resultado de los datos mostrados frente al comportamiento de la demanda agregada, se puede concluir que el crecimiento económico sigue dependiendo de la dinámica interna. El aporte que hace la demanda externa, siendo importante, solamente representa un porcentaje relativamente bajo dentro del total de la tasa de expansión del PIB; además de estar sujeta a un proceso cíclico mucho más pronunciado. Bajo estas consideraciones, las medidas adoptadas por los gobiernos no solamente deben apuntar a garantizar un entorno

³⁵⁷ Incluye tanto el consumo público como el privado.

favorable para los flujos comerciales y los financieros, sino también a ofrecer unas condiciones adecuadas para incentivar la producción dirigida al mercado interno (véase Ffrench-Davis, 2005, 2010); que es la que al final hace la mayor contribución en términos del PIB.

Gráfico 6.9. Contribución al crecimiento de la demanda agregada por tipo (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales)

Ahora bien, como se ha advertido, más allá de la contribución del PIB externo al crecimiento de la demanda agregada, la incidencia que tienen los *shocks* externos en la dinámica del gasto doméstico continúa siendo muy alta, por lo cual, el análisis no solamente se pudo quedar en el componente de las exportaciones. Al final, lo que preocupa es que el comportamiento de la demanda interna durante las fases expansivas de la economía colombiana ha estado mediado por un entorno internacional muy favorable, especialmente desde mediados de la década de los 2000; reflejado en unos bajos costos de financiamiento, un comportamiento benévolo de los términos de intercambio y una gran afluencia de capital. Cuando estas condiciones cambiaron, algo que sucedió desde finales del año 2013, la tasa de crecimiento del PIB se ralentizó. Prueba de ello, la economía colombiana creció a una tasa del 3.1% en el 2015; un 2% en 2016; y un 1.8% en el 2017. Como se puede ver, aunque no hay una crisis como tal, la desaceleración de la economía es fehaciente; lo que se entiende como una muestra de la VM a la que se enfrenta este país. De hecho, el PIB de Colombia pasó de crecer a tasas superiores al 4% durante el periodo del *boom* de las *commodities*, a unos niveles del 2% luego de haberse terminado dicho ciclo. Como resultado, el crecimiento económico prácticamente se redujo a la mitad. Dicho fenómeno implica un nivel muy elevado de subutilización de la capacidad productiva instalada en la economía. Por tanto, como se recalcó en el marco teórico, lo fundamental es garantizar los equilibrios en las componentes de la demanda interna, para que no sucedan los mismos fenómenos que se dieron en la segunda mitad de los noventa; que a la postre llevaron a una crisis tan grave como la de 1999.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El objetivo de este capítulo fue realizar un primer acercamiento hacia las consecuencias ocasionadas como fruto de la VM a la cual se ha visto sometida la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015. Bajo este propósito, se buscó aportar evidencia empírica que

permita observar el impacto generado por los ciclos externos sobre los principales agregados macroeconómicos, y particularmente sobre la demanda agregada.

Dentro del planteamiento teórico descrito en el Capítulo 2, la VM de las economías en desarrollo, como es el caso de Colombia, se refleja en la persistencia de la inestabilidad macroeconómica; que a su vez está asociada al efecto conjunto de las dos vías que la desencadenan (Titelman *et al.*, 2008; Ffrench-Davis, 2008, 2012a; Fuentes 2010, 2014, cap. VI).

En el plano metodológico, la medida intermedia del impacto causado como resultado de los choques externos es la inestabilidad macroeconómica (real); que, a la vez, se convierte en la principal señal de la evolución de la VM. Como se observa en el Esquema 6.1, la inestabilidad real se refleja en el comportamiento de la demanda agregada y los macroprecios (tipo de cambio y tasas de interés reales) (ver Ocampo, 2005; Ffrench-Davis, 2005, 2015).

La hipótesis que se planteó para este capítulo sostiene que, **durante el periodo 1990 – 2015, la inestabilidad de la demanda agregada fue persistente, lo cual se explica por los efectos derivados de los *shocks* externos y la posición procíclica de las medidas de política económica** (hipótesis 6). Con el propósito de evaluar la información alrededor de esta hipótesis, en adelante, se sintetizan los principales resultados obtenidos.

Frente al comportamiento conjunto de la demanda agregada, que es el agregado macroeconómico fundamental desde el enfoque a partir del cual se está abordando esta investigación (véase Capítulo 2), el hecho más significativo es la fuerte relación que mostró dicha variable con la dinámica de los *shocks* externos y los efectos procíclicos derivados de las medidas de política económica (véase Esquema 6.1). Dicho fenómeno se pudo observar tanto para la demanda agregada en general como para cada uno de sus componentes.

En el caso del consumo agregado, el sesgo procíclico de la política económica resultó muy evidente, ya sea porque las medidas que se tomaron las autoridades reflejaron directamente su posición, como sucedió con la política fiscal, porque el Banco de la República asumió una postura pasiva o conformista frente a la trayectoria del tipo de cambio, o porque, sencillamente, había un objetivo superlativo, tal y como pasó con la política monetaria³⁵⁸. Como resultado, la política económica terminó potenciando los efectos procíclicos derivados de los *shocks* externos. Además de los efectos ocasionados por la política económica sobre la dinámica del consumo, esta variable también se vio afectada como resultado de los ciclos comerciales y los financieros. De este modo, tanto los flujos de capital como los términos de intercambio terminaron amplificando las fluctuaciones del consumo y, de este modo, ocasionaron una mayor inestabilidad de esta variable.

En el caso de la demanda del gobierno, el hecho más preeminente es la mayor importancia que terminó adquiriendo dicha variable en el transcurso del periodo estudiado. Así, la participación del consumo público pasó de una ratio del 7,9% en 1990 al 17,3% en el año 2015, con lo cual, la demanda del gobierno duplicó su participación dentro de la demanda agregada. A la luz de estos resultados, llama la atención que, en un periodo de profundización de la apertura económica, el sector público incrementó su peso en la economía colombiana. Ahora bien, aunque este hecho es importante desde la perspectiva abordada dentro de esta investigación, también implica que la economía se volvió mucho más sensible ante los cambios en la política fiscal; especialmente por el carácter, mayormente, procíclico que ha adoptado la misma durante el periodo de investigación estudiado (véase Esquema 6.1).

³⁵⁸ Estos aspectos se desarrollaron con mayor profundidad en el Capítulo 5.

En el caso de la inversión, hay tres hallazgos que son muy importantes para los objetivos de esta investigación. El primer resultado a resaltar es el bajo crecimiento de la tasa de inversión dentro del periodo de tiempo estudiado. Como se pudo ver en el apartado 6.1, la participación en el PIB de esta variable alcanzó una media del 20.7% anual en el subperiodo 1990 – 2010. Dicho porcentaje resultó inferior al reportado en las décadas de los setenta y ochenta, que fueron del 23,2% y 23.5%, respectivamente. De esta suerte, la tasa de inversión solamente se incrementó en el subperiodo 2011 – 2015, donde alcanzó una media anual del 28.3%. Teniendo en cuenta el contexto en que se dio este fenómeno, el segundo hallazgo tiene que ver con la profundización de la dependencia de la FBK respecto a los ciclos externos. Dicho nexo se dio por dos vías: en primer lugar, porque fue básicamente el ahorro externo el que financió el crecimiento de la FBK y, en segundo lugar, porque, en la década de los 2000, la inversión terminó creciendo a un mayor ritmo en aquellos sectores vinculados a la explotación de los recursos naturales (destinados a la exportación). Como consecuencia, la sensibilidad de la FBK ante los cambios en el contexto externo acabó acrecentándose (véase Esquema 6.1).

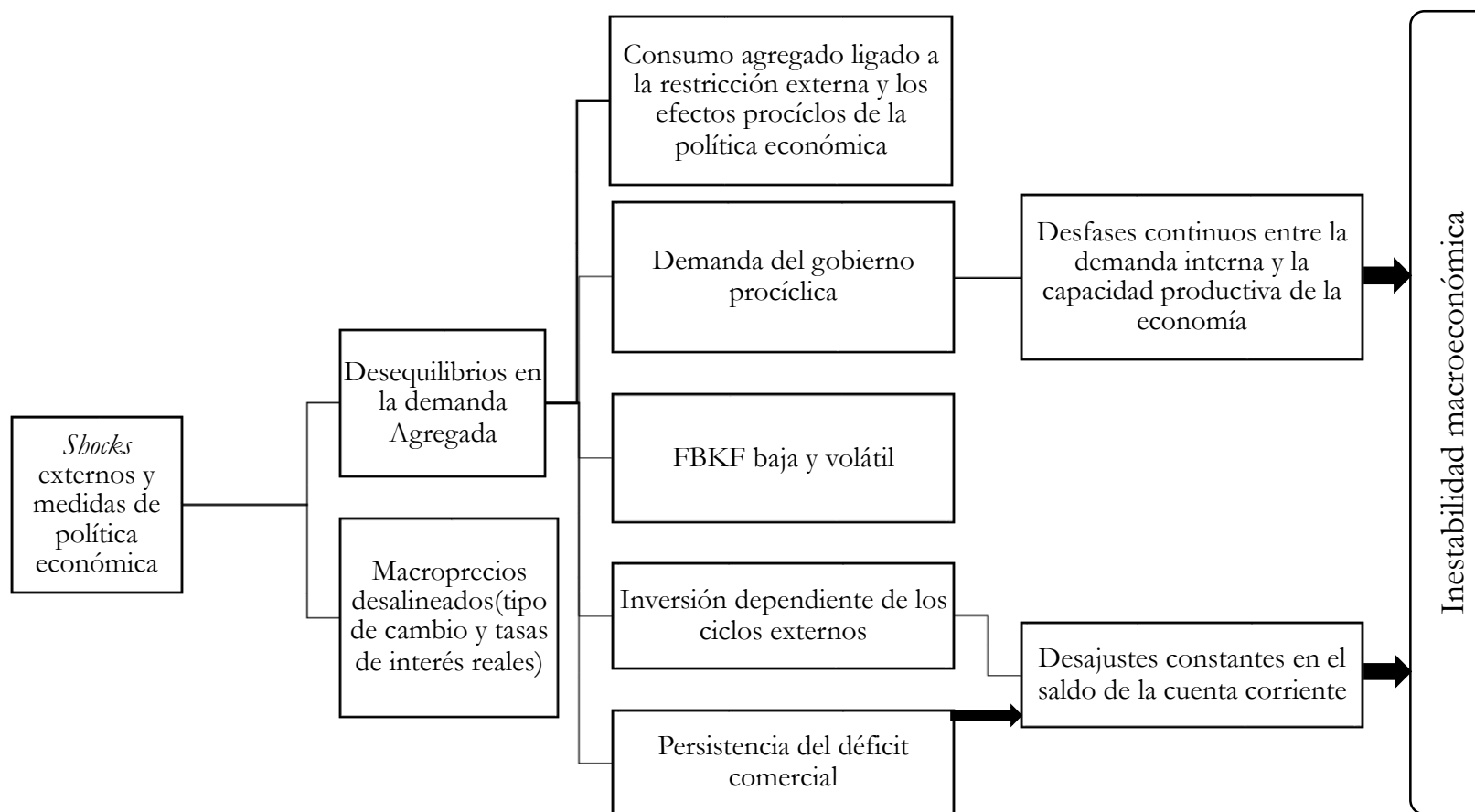
El segundo aspecto a destacar dentro de la dinámica de la inversión tiene que ver con su inestabilidad. De acuerdo a los resultados encontrados, este componente fue el más volátil dentro de la estructura de la demanda agregada; especialmente en la década de los 90. Como resultado de las fluctuaciones de esta variable, y la mayor dependencia frente a los ciclos externos, Colombia tuvo que enfrentar una década perdida en términos de la inversión (desde 1995 al 2005). Teniendo en cuenta los efectos de la inversión sobre el crecimiento de la economía, desde luego, este hecho resulta muy negativo. De este modo, con una tasa de inversión muy baja, unos niveles de ahorro nacional estancados, y un incremento de la dependencia de la FBK respecto a los *shocks* externos, es claro que la VM sigue presente en la economía colombiana (véase Esquema 6.1); lo cual es congruente con la hipótesis general de esta investigación.

El tercer hallazgo dentro del análisis de la demanda agregada está relacionado con el comportamiento de la balanza comercial. Sobre este aspecto, el hecho más relevante es la persistencia del déficit comercial, el cual se explica por la incapacidad de la economía colombiana para generar un superávit, incluso en aquellos periodos donde se vio beneficiada por un incremento de los términos de intercambio. Al final, lo que muestra este resultado es que la economía colombiana siempre operó con un exceso del gasto sobre la producción, donde, como se ha visto, el papel que han desempeñado tanto los *shocks* externos como las decisiones de política económica ha sido superlativo (véase Esquema 6.1).

Como resultado de los continuos desequilibrios de la balanza comercial y la brecha entre el ahorro nacional y la inversión, la economía colombiana acumuló grandes desajustes en el saldo de la cuenta corriente (véase Esquema 6.1), los cuales fueron evidentes tanto a finales de la década de los 90 como al cerrar el año 2015.

A partir del análisis del comportamiento de la demanda agregada, y de cada uno de sus componentes, se concluye que la inestabilidad de esta variable ha sido persistente, lo cual se observa tanto en la volatilidad como en la continua acumulación de desequilibrios macroeconómicos en el transcurso del periodo estudiado. Dicho hallazgo aporta evidencia a favor de la hipótesis que se planteó para este capítulo (hipótesis 6).

Esquema 6.1. Los *shocks* externos y la inestabilidad de la demanda agregada



Fuente: elaboración propia

CAPÍTULO 7. LA INESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y LA OFERTA AGREGADA

Desde el enfoque teórico abordado dentro de esta investigación, uno de los pilares básicos para conseguir un crecimiento económico robusto es la estabilidad macroeconómica real. Para alcanzar dicho objetivo, se requiere mantener cierto tipo de equilibrios en variables como la demanda agregada, la producción y los macroprecios. Una vez evaluada la relación entre los *shocks* externos y el comportamiento de la demanda agregada (Capítulo 6), es momento de abordar el análisis de la producción. En este sentido, de lo que se trata es de dilucidar cómo se han transmitido los efectos de los ciclos comerciales y financieros hacia la oferta productiva de la economía colombiana. Como se mostrará de aquí en adelante, dicho vínculo se explica por la conjunción de una serie de factores, aunque, la variable más importante es la demanda agregada.

En el plano teórico, la inestabilidad de la demanda agregada, así como los desequilibrios generados en los macroprecios (tasas de interés y tipo de cambio), terminan impactando negativamente en la oferta productiva, lo cual se refleja en la dinámica de la inversión, la productividad y la acumulación de capital (Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2009b, 2010, 2012a, 2015; CEPAL, 2010). La razón fundamental es que las fluctuaciones de la demanda agregada influyen en la capacidad productiva utilizada y, por esta vía, en la producción efectiva (Ffrench-Davis, 2005, 2008, 2015; Ocampo, 2007b; CEPAL, 2010; Thirlwall, 2011), en la productividad de los factores (Ocampo, 2005, 2007b; Ffrench-Davis, 2008, 2010, 2012a; CEPAL, 2010), la eficiencia de la inversión en capital fijo (Ocampo, 2002) y la rentabilidad de los proyectos (CEPAL, 2010).

En las fases expansivas de la demanda agregada, ligadas a una mayor afluencia de capital y/o al incremento de los términos de intercambio, la oferta productiva es capaz de crecer simplemente porque dispone de una capacidad instalada sin utilizar³⁵⁹, y no necesariamente porque la inversión nueva haya crecido³⁶⁰ (Ffrench-Davis, 2008, 2009b). Una vez superada la capacidad productiva de la economía, si no hay inversión en nueva capacidad, la demanda interna debe atenderse con producción externa. La expansión del gasto interno por encima de la capacidad productiva de la economía implica, necesariamente, un crecimiento del déficit de la cuenta corriente. Una vez los desequilibrios de la economía se vuelven insostenibles, y se hacen los ajustes respectivos, la demanda agregada tiene que disminuir (reducción del gasto).

En el marco descrito hasta el momento, el uso de la capacidad productiva instalada (PIB efectivo), así como la productividad de la economía en su conjunto, quedan ligadas a las fluctuaciones de la demanda interna (Ffrench-Davis, 2008, 2012a, 2012b). Además, los cambios en el PIB no se explicarían por las modificaciones de la estructura productiva, que es lo que se esperaría, sino por los ciclos externos (Ffrench-Davis, 2010, 2015). A partir de esta relación, se puede vislumbrar la conexión que existe entre los movimientos de la demanda interna, los ciclos comerciales y los financieros, y la producción. Dicha relación es la que permite entender el grado de exposición de este tipo de países ante los efectos derivados de los *shocks* externos.

³⁵⁹ La resultante al finalizar la anterior fase de expansión.

³⁶⁰ Lo que plantea Ffrench-Davis (2009b) es que incluso en los periodos expansivos la inversión resulta insuficiente. Bajo este planteamiento, el autor critica los beneficios de la entrada de capitales en términos de su contribución al fortalecimiento tanto de la FBKF como del ahorro interno.

El análisis de la oferta productiva también se justifica porque las características de la estructura productiva son fundamentales en la comprensión de la VM. De acuerdo a lo planteado en el capítulo 2, dichos rasgos hacen parte de la vía interna de la VM.

Una vez se recapitularon algunos de los elementos teóricos, el objetivo de este capítulo es examinar el comportamiento del PIB desde el punto de vista de la producción³⁶¹. Para alcanzar los propósitos señalados, este capítulo se encuentra organizado de la siguiente manera: en la primera parte se analizan los cambios en la composición del PIB desde la óptica de la oferta productiva; en la segunda parte se estudia la contribución que realizaron cada una de las actividades económicas al crecimiento del PIB; en la tercera parte se evalúa la trayectoria de la FBKF; y, por último, se presenta un examen de la evolución de la productividad.

La hipótesis planteada para este capítulo (hipótesis 7) es la siguiente: **los desequilibrios macroeconómicos ocasionados por la conjunción de los efectos procíclicos asociados a los *shocks* externos y el manejo de los instrumentos de política económica generaron cambios significativos en la estructura productiva de la economía colombiana. Además, como resultado de la persistencia de dichos desequilibrios, este país no pudo mejorar sus niveles de productividad.**

7.1. COMPOSICIÓN DE LA OFERTA PRODUCTIVA EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA: PERIODO 1990 – 2015

Aunque el objetivo de este subapartado no es hacer un análisis exhaustivo de los cambios en la estructura productiva de la economía colombiana, desde el punto de vista de los objetivos fijados dentro de esta investigación, es fundamental resaltar las principales modificaciones que se dieron en la misma durante el periodo de tiempo analizado; fundamentalmente en aquellas actividades económicas donde existe una conexión mucho más fuerte con los *shocks* externos.

Durante el periodo de tiempo estudiado, los cambios en la composición del valor agregado³⁶² por actividades económicas son evidentes. Como se puede ver en el Gráfico 7.1, lo más significativo es la mayor participación del sector terciario³⁶³ y la reducción tanto del sector primario³⁶⁴ como del secundario³⁶⁵. En el primer caso, hay una ganancia de 10 pp entre 1990 y 2015, pasando de un nivel del 51% al inicio del periodo al 61% al finalizar el mismo. En contraste, el sector secundario perdió 8 pp, pasando del 32% en 1990 al 24% en el año 2015; es decir, una caída del 24% de participación. Con relación al sector primario, mientras en 1990 representaba el 17% del valor agregado total, en el 2015 dicha tasa se redujo al 15%. En este último caso, vale aclarar que la actividad económica que explica dicha caída es la constituida por la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que, al finalizar el 2015, terminó con una participación en el valor agregado del 6.9%, cuando en 1990 había sido del 9.7%.

³⁶¹ En el Capítulo 7, el análisis se realizó desde la perspectiva del gasto.

³⁶² De acuerdo a la terminología utilizada en las cuentas nacionales.

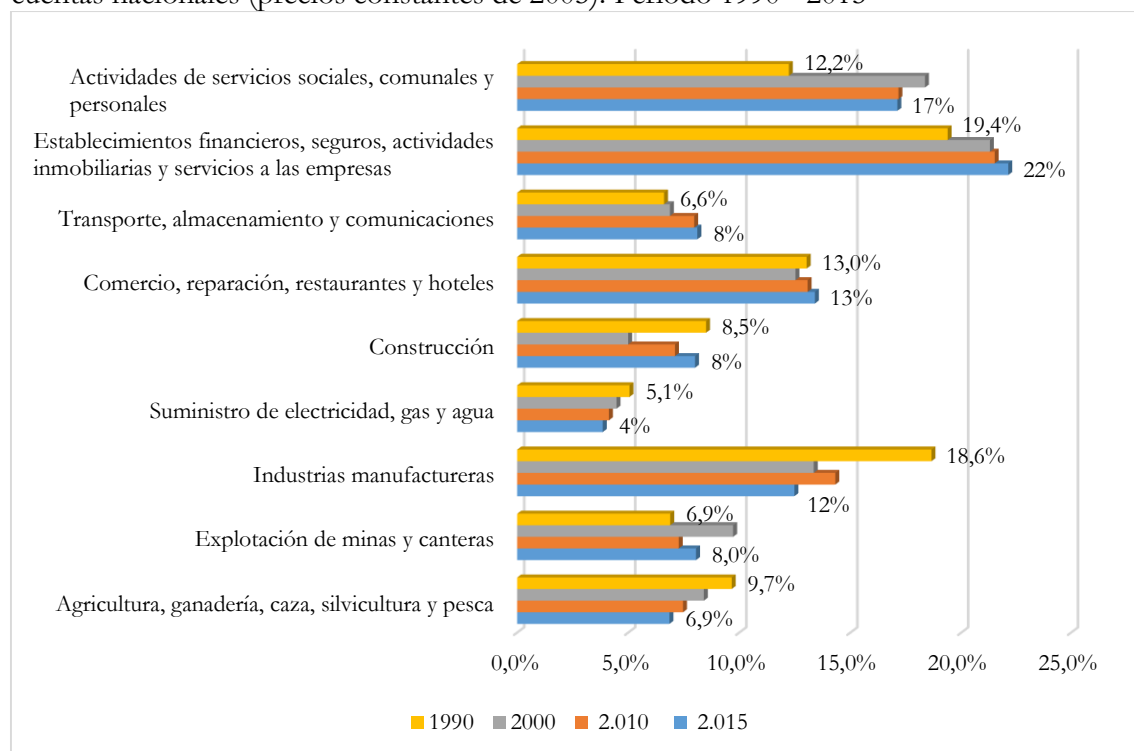
³⁶³ Incluye: Comercio, reparación, restaurantes y hoteles; Transporte, almacenamiento y comunicaciones; Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas; Actividades de servicios sociales, comunales y personales.

³⁶⁴ Incluye: Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Explotación de minas y canteras.

³⁶⁵ Incluye: Industrias manufactureras; Suministro de electricidad, gas y agua; Construcción.

Si el análisis anterior se realiza únicamente para la industria manufacturera, que representa la actividad económica más importante del sector secundario, esta pasó de una participación del 18.6% en el valor agregado total en 1990 a una tasa del 12% en el año 2015; es decir, perdió 6 pp. En contraste, la explotación de minas y canteras alcanzó el 8% de participación en el año 2015 cuando en 1990 representaba el 6.9%. Frente al fenómeno que se acaba de describir, hay que tener en cuenta que el mismo inició a mediados de los setenta (véase Clavijo *et al.*, 2012, 2013), pero fue en la década de los noventa cuando se profundizó (véase Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1. Valor Agregado según ramas de actividad económica por clasificación de las cuentas nacionales (precios constantes de 2005). Periodo 1990 - 2015



Nota: las series fueron empalmadas de acuerdo a las cifras reportadas por el DANE en las cuentas nacionales (serie 1965 – 1994; 1994 – 2000 y 2000 – 2015). También se homologaron los datos de las actividades económicas, teniendo en cuenta la clasificación realizada para el periodo 2000 – 2015.

Fuente: elaboración propia con información del DANE

A partir de los argumentos señalados hasta el momento, los principales cambios dentro de la composición del valor agregado de la economía colombiana están en la industria manufacturera y el sector primario (sin incluir la explotación de minas y canteras), que son las actividades que han perdido participación en el PIB, y el sector terciario y la minería que, en contraste, han incrementado su peso dentro del conjunto. Para explicar este resultado, hay que tener en cuenta que las actividades económicas del sector terciario, y la explotación de minas y canteras, crecieron a una tasa promedio anual (real) del 4.3% en el periodo 1990 – 2015, mientras que la industria manufacturera y el sector primario se expandieron a un promedio del 2% (véase Cuadro 7.1). Ahora bien, la mayor caída de la industria manufacturera se dio en la década de los 90, donde esta actividad económica creció solamente a una tasa promedio del 0.7% anual; que a la postre la llevó a una pérdida de 5 pp de participación en el PIB (véase Gráfico 7.1). Ulteriormente, en el subperiodo 2000 – 2015, se observa una recuperación importante, logrando crecer a una tasa media anual del 3.4%. No obstante, dicho porcentaje se ubicó, nuevamente, por debajo del promedio de la tasa de

expansión del PIB durante el mismo periodo (4.16%), y mucho más si se compara con sectores como el de la construcción, cuya tasa de crecimiento promedio fue del 7%³⁶⁶.

Respecto a los efectos de los *shocks* externos sobre el comportamiento de la industria manufacturera colombiana, los resultados son muy evidentes en términos de lo planteado en el marco teórico. Así, la reducción de la participación de esta actividad económica dentro del conjunto de la economía, tal y como se ha venido mostrando en este subapartado, está relacionada no solamente con una mayor dinámica de otros sectores, como sucede con el comercio y los servicios, sino también con el comportamiento de uno de los principales precios macroeconómicos clave, como lo es el tipo de cambio.

Así pues, la industria manufacturera creció por encima la tasa de expansión del PIB, o por lo menos al mismo nivel, solamente en aquellos periodos donde el tipo de cambio real se depreció. En el resto de las fases, que son la mayoría, la industria manufacturera reportó un crecimiento que estuvo por debajo del observado para el conjunto de la economía colombiana (véase Gráfico 7.2). De ahí la importancia del tipo de cambio en términos de la competitividad, no solamente para las exportaciones sino también para la producción que se destina a la economía doméstica.

Cuadro 7.1. Tasa de crecimiento promedio anual por actividades económicas (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015

Subperiodo	Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	Explotación de minas y canteras	Industrias manufactureras	Suministro de electricidad, gas y agua	Construcción	Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas	Actividades de servicios sociales, comunales y personales
1990 - 1999	1,8%	5,0%	0,7%	2,4%	1,0%	3,1%	3,8%	4,7%	7,1%
2000 - 2015	2,5%	2,5%	3,4%	2,9%	7,0%	4,4%	4,9%	4,3%	3,4%
1990 - 2015	2,2%	4,1%	2,0%	2,5%	3,4%	3,8%	4,4%	4,2%	5,0%

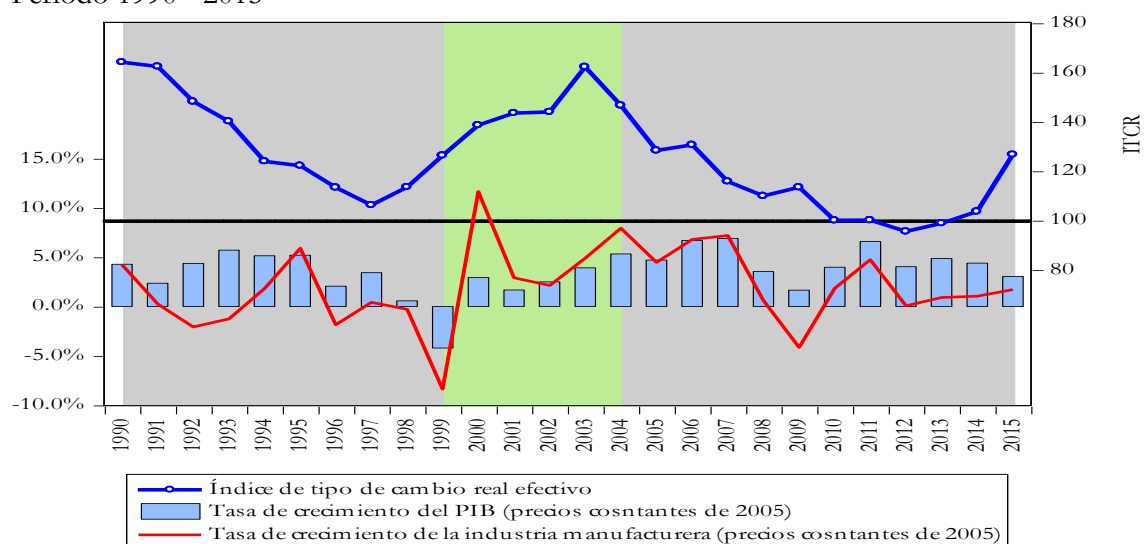
Fuente: elaboración propia con información de las series de cuentas nacionales suministradas por el DANE

A partir de los datos presentados hasta el momento, se puede destacar que las fases expansivas de la economía colombiana no necesariamente coincidieron con la trayectoria de la industria manufacturera (véase Gráfico 7.2). Dicho fenómeno se explica, fundamentalmente, por los desequilibrios macroeconómicos reales que se generaron en los periodos de auge y la estructura que adoptó la demanda agregada (véase Capítulo 6). Además, los sectores hacia donde se direccionaron los flujos de IED fueron la minería y los hidrocarburos, con lo cual, es entendible que dichas actividades hayan ganado importancia dentro de la estructura productiva colombiana (véase capítulos 3 y 4). Teniendo en cuenta los elementos citados, se puede establecer una relación entre los efectos generados por los *shocks* externos, la inestabilidad macroeconómica y la dinámica de la oferta productiva de la economía colombiana.

³⁶⁶ Si se toma por fases más cortas, como por ejemplo el subperiodo 2002 – 2008 y el subperiodo 2011 – 2014, donde el crecimiento se vio interrumpido por la crisis internacional de 2008 – 2009, la construcción logró crecer a tasas superiores al 9%.

Respecto a la mayor participación del sector terciario (comercio y servicios) en el valor agregado, no se puede desconocer la presencia de un proceso secular que se explica por los cambios normales dentro de la estructura económica de cualquier país; algo que resulta mucho más evidente en el mundo desarrollado³⁶⁷ (véase Clavijo *et al.* 2012, 2013). No obstante, para el caso colombiano, el bajo crecimiento de la industria y su pérdida de participación dentro de la estructura del PIB no únicamente se explica por dicho fenómeno (véase también Clavijo *et al.* 2012, 2013).

Gráfico 7.2. Tasa de crecimiento real de la industria manufacturera y tipo de cambio real. Periodo 1990 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del Banco de la República y el DANE

A partir de la información aportada hasta el momento, es evidente que los *shocks* externos no solamente contribuyeron a profundizar el modelo de inserción comercial colombiano, tal y como se mostró en el Capítulo 4, sino que también generaron cambios sustanciales en la estructura productiva del país. Dichos rasgos son el reflejo de la VM de la economía colombiana y el nivel de exposición de la misma ante los efectos derivados de los ciclos externos.

7.2. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR ACTIVIDADES ECONÓMICAS (PERIODO 1990 – 2015)

Una vez se analizaron algunos de los principales cambios en la estructura productiva colombiana, en este apartado se presenta una revisión de la contribución que hicieron cada una de las actividades económicas al crecimiento del PIB³⁶⁸. Desde luego, hay una relación entre la composición del valor agregado y el aporte que termina haciendo cada ítem de la oferta interna.

Como era de esperarse, las actividades económicas que más aportaron al crecimiento del PIB en el periodo 1990 – 2015 fueron las del sector terciario (comercio y servicios), que en su conjunto explicaron el 68.2% de la tasa de expansión de la economía colombiana (véase

³⁶⁷ Este planteamiento ayudaría a explicar las razones por las cuales las economías desarrolladas también han enfrentado un proceso donde la industria viene perdiendo participación dentro de la estructura del PIB.

³⁶⁸ El cálculo se realizó tomando la serie encadenada con precios constantes del año 2005, que se obtuvo de las series de cuentas nacionales. Para determinar la contribución de cada actividad económica al crecimiento del PIB se calculó la variación absoluta del valor agregado de cada año para cada una de las mismas.

Cuadro 7.2). Sin embargo, vale la pena destacar que fue en la década de los noventa donde se dio su mayor contribución, explicando más de las tres cuartas partes del crecimiento económico de este país. Como se entenderá, este fenómeno tiene que ver con el bajo dinamismo que mostró tanto el sector primario como el secundario; incluida la industria manufacturera. La excepción fue la explotación de minas y canteras, cuyo aporte representó el 8.6% del incremento del PIB para ese subperiodo.

Cuadro 7.2. Contribución al crecimiento del PIB por actividades económicas (precios constantes de 2005). Periodo 1990 – 2015

Actividad económica	Indicador	Subperiodo		
		1990 - 1999	2000 – 2015	1990 – 2015
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,2%	0,2%	0,2%
	Participación	5,7%	6,0%	6,1%
Explotación de minas y canteras	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,3%	0,0%	0,2%
	Participación	8,6%	1,0%	6,1%
Industrias manufactureras	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,1%	0,7%	0,4%
	Participación	3,6%	17,2%	11,3%
Suministro de electricidad, gas y agua	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,1%	0,1%	0,1%
	Participación	2,7%	3,2%	2,9%
Construcción	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,1%	0,4%	0,2%
	Participación	3,4%	10,6%	5,6%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,4%	0,6%	0,5%
	Participación	11,9%	15,2%	14,3%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,2%	0,4%	0,3%
	Participación	7,5%	9,9%	9,3%
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	1,0%	0,9%	0,9%
	Participación	28,9%	21,9%	23,6%
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	Contribución a la tasa de crecimiento del PIB	0,9%	0,6%	0,8%
	Participación	27,9%	15,0%	21,1%
Tasa de crecimiento promedio del PIB		3,3%	4,2%	3,7%
		100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia con información de las cuentas nacionales (DANE)

Desde mediados de la década de los 2000, en medio de un dinamismo mucho más fuerte de la economía colombiana, el aporte que hicieron aquellas actividades económicas diferentes

al sector terciario fue mucho mayor. Hay dos hechos que llaman la atención. El primero tiene que ver con una mayor contribución de la industria manufacturera y de la construcción respecto al que hicieron en la década de los 90. Y el segundo está relacionado con el bajo aporte de la actividad de explotación de minas y canteras.

Respecto a la industria manufacturera, es interesante ver que la contribución que hizo a la tasa de crecimiento del PIB (0,7%, lo que representa el 17.2% del total) fue superior a la participación de esta actividad económica en el conjunto de la economía (14.5%, en promedio). Lo mismo sucedió con la construcción, donde los porcentajes fueron del 10,6% y 6.3%, respectivamente.

El periodo favorable para la industria manufacturera se dio fundamentalmente en la primera mitad de la década de los 2000, donde el tipo de cambio real todavía se ubicaba en niveles de finales de los noventa. Posteriormente, con un tipo de cambio apreciado en términos reales, la contribución que hizo esta actividad económica al crecimiento del PIB fue muy baja, promediando el 5% del total de la tasa de expansión del PIB en el subperiodo 2010 – 2015.

En el caso de la construcción, la contribución al crecimiento fue mucho más sostenida en el periodo de referencia. De hecho, si se eliminan los dos años donde la tasa de variación de esta actividad fue negativa (2000 y 2009), el aporte que termina haciendo esta actividad económica es cercano al 14% de la tasa de crecimiento del PIB; superando la cuota de la industria en los mismos años (véase Cuadro 7.2).

En cuanto a la contribución que hizo la actividad de explotación de minas y canteras al crecimiento del PIB, si bien es cierto que en el conjunto del subperiodo 2000 – 2015 termina siendo prácticamente nula, la participación más alta se dio precisamente en el lapso del *boom* de las *commodities*. Así, el mayor aporte se presentó entre los años 2008 y 2013, donde el valor agregado de esta actividad económica representó, en promedio, el 20% de la tasa de crecimiento del PIB³⁶⁹.

Como resultado general, se puede concluir que la tasa de crecimiento del PIB en el periodo 1990 – 2015 estuvo jalonada fundamentalmente por el sector de comercio y servicios. En el caso de otras actividades económicas como la industria manufacturera, la explotación de minas y canteras, y la construcción, lo más destacable es la irregularidad en su tasa de expansión, lo cual quedó reflejado en el aporte que hacen al crecimiento económico. En cuanto a los efectos de los *shocks* externos, es evidente el impacto que han generado tanto los términos de intercambio como los flujos internacionales de capital. Así pues, en un marco de profundización de la apertura comercial y financiera, la dinámica del tipo de cambio real, efectivamente, ha terminado por lastrar la trayectoria de la industria manufacturera; al igual que la de la agricultura, la ganadería, la caza, la silvicultura y pesca, cuyo comportamiento en el periodo analizado ha sido exiguo desde la óptica del crecimiento económico. Bajo estas consideraciones, la persistencia de la inestabilidad macroeconómica, y particularmente los desequilibrios en los macroprecios, fueron determinantes en la senda de cada una de las actividades económicas y su contribución a la dinámica del PIB.

7.3. COMPOSICIÓN DE LA FBKF POR ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los resultados descritos hasta el momento frente a la dinámica de las diferentes actividades económicas y su contribución al crecimiento del PIB en el periodo de tiempo analizado son

³⁶⁹ La tasa de crecimiento promedio del PIB en el periodo 2008 – 2013 fue del 4.1%, contando con el bajo crecimiento reportado en el año 2009.

el reflejo de la estructura productiva colombiana. El desempeño de cada una de estas ramas depende de múltiples factores tanto internos como externos³⁷⁰. Dentro de estos, sin lugar a dudas, uno de los más importantes es la inversión. Por este motivo, este apartado tiene como propósito mostrar la composición de la FBKF³⁷¹ desde el lado de la oferta (por producto).

Para el análisis de la FBKF dentro del periodo de tiempo analizado, se procedió a homologar la serie 1994 – 2015, adecuándola a la clasificación del periodo 2000 – 2015³⁷², que es la más larga, y la última que publica el DANE. No se pudo hacer lo mismo con la información del periodo 1990 – 1993 puesto que la agrupación de los datos es diferente³⁷³. Las cifras presentadas están expresadas en términos reales (precios constantes de 2005), utilizando el deflactor implícito de cada serie. Para encadenar los periodos se utilizaron las tasas de crecimiento en términos reales.

Como se puede ver en el Cuadro 7.3, la FBKF en el subperiodo 1994 – 2015 estuvo concentrada fundamentalmente en tres grupos de productos: construcción y edificaciones, obras civiles y, maquinaria y equipo. Asimismo, solamente los dos primeros grupos representan alrededor del 58% del total de la FBKF; algo que no ha cambiado a lo largo del periodo analizado. A pesar de esta regularidad, existen diferencias notables entre los noventa y la década de los 2000. En general, se puede decir que mientras el subperiodo 1994 – 1999 terminó siendo muy nefasto para la FBKF, desde el año 2000 en adelante el comportamiento de esta variable ha sido muy diferente; algo que se refleja tanto en la tasa de crecimiento individual como conjunta (véase Cuadro 7.3).

Respecto a lo que sucedió en la década de los 90, es importante destacar dos elementos que están relacionados con el tipo de análisis que se está realizando dentro de esta investigación: en primer lugar, es una fase marcada por una gran afluencia de capital y, en segundo lugar, coincide con una de las peores crisis que ha tenido la economía colombiana en el siglo XX, que fue la de 1999. Ahora bien, aunque la mayor parte de la caída de la FBKF se dio al finalizar la década de los 90, en el resto de los años el comportamiento también fue negativo. Así pues, entre 1994 y 1999, los grupos de maquinaria y equipo, y equipo de transporte, acumularon una caída del 57.1% y el 72.1% respectivamente³⁷⁴. Entretanto, la FBKF conjunta se redujo en un 40%. Bajo este contexto, el auge de los flujos de capital se dio en paralelo con una caída estrepitosa de la FBKF, con lo cual, la contribución real de los mismos a la FBKF durante este periodo es muy cuestionable, tal y como se advertía en el marco teórico (Capítulo 2).

En el subperiodo 2000 – 2015, la FBKF tomó una dinámica muy diferente respecto a lo observado en los noventa, con una tasa de crecimiento promedio cercana al 9% (en términos reales) (véase Cuadro 7.3). Respecto a este comportamiento, vale recordar que, en parte, es el resultado de la recuperación que se dio luego de la caída abrupta que se presentó en el año 1999. De hecho, el nivel de FBKF alcanzada en el año 2005 es similar al que se había tenido

³⁷⁰ Se podrían mencionar las tasas de interés, el tipo de cambio, los términos de intercambio etc.

³⁷¹ Desde el punto de vista del gasto, reflejado en el aporte que hacen los sectores institucionales, la evaluación del comportamiento de esta variable se hizo en el apartado 3.2.

³⁷² La información de las cuentas económicas integradas y el balance de oferta - utilización de las cuentas nacionales para el periodo 2000 – 2015 está desagregado en 59 productos (a 6 dígitos), que a su vez se agrupan en seis tipos de bienes. Para el periodo 1994 – 2005 la información está desagregada para 69 productos (6 dígitos), agrupados en 15 tipos (a 2 dígitos). A partir de esta información, se procedió a hacer la homologación.

³⁷³ Esta información pertenece a la serie de cuentas nacionales que va desde 1965 hasta 1995 (precios de 1975).

³⁷⁴ Son los más significativos. En otros, como las obras civiles, y las construcciones y edificaciones, las caídas fueron del 28% y 10%, respectivamente.

en 1995, con lo cual, se podría decir que Colombia tuvo prácticamente una década perdida en términos de inversión.

Cuadro 7.3. Tasas de crecimiento promedio anual de la FBKF por tipo de producto (precios constantes de 2005). Periodo 1994 – 2015

Periodo	Agropecuario y Silvicultura	Maquinaria y Equipo	Equipo de Transporte	Construcción y Edificaciones	Obras Civiles	Servicios	Total
1994 - 2015	1,6%	3,6%	2,9%	3,9%	5,9%	3,6%	4,0%
1994 - 1999	-2,8%	-15,6%	-20,7%	-6,2%	-2,1%	-1,1%	-9,8%
2000 - 2005	6,7%	11,0%	10,8%	10,5%	6,1%	4,9%	9,0%
2006 - 2015	0,8%	10,1%	12,0%	5,4%	10,0%	5,2%	8,6%

Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales)

Desde el año 2006 en adelante, en un periodo marcado por el *boom* de los precios de las *commodities*, la FBKF estuvo liderada por el equipo de transporte, la maquinaria y equipo y, las obras civiles. Con relación a los dos primeros grupos, es evidente el efecto de la apreciación de la moneda, lo cual terminó favoreciendo el incremento de los bienes importados³⁷⁵. En el caso de las obras civiles, lo más significativo es la participación que tuvieron las construcciones para la minería, que pasaron de representar el 16% del total de este grupo entre los años 2005 al 2007, a una participación media del 29% entre el 2008 y el 2015. En términos de la tasa de crecimiento, este tipo de inversiones reportó un incremento promedio anual del 19.6% en el subperiodo 2008 – 2014³⁷⁶, lo cual representa el doble de la tasa de expansión global de la FBKF (véase Cuadro 7.3). A la luz de estos resultados, se ratifica la información que ya se había presentado respecto a la importancia de la minería en el comportamiento de la inversión, y la influencia que han ejercido en la misma los flujos externos. Por otra parte, dada la volatilidad de los sectores donde se concentraron las inversiones, es muy clara la vulnerabilidad de la FBKF frente a los cambios en el contexto externo³⁷⁷.

Los principales resultados del comportamiento de la FBKF en el subperiodo 1994 – 2015 se muestran en el Gráfico 7.3. En primer lugar, se observa un incremento del peso de las obras civiles, que al finalizar el año 2015 representaron, aproximadamente, un tercio de la FBKF. En contraste, se dio una caída de la participación del grupo de construcciones y edificaciones, pasando del 37.2% en el año 1994 a un 30.2% en el año 2015.

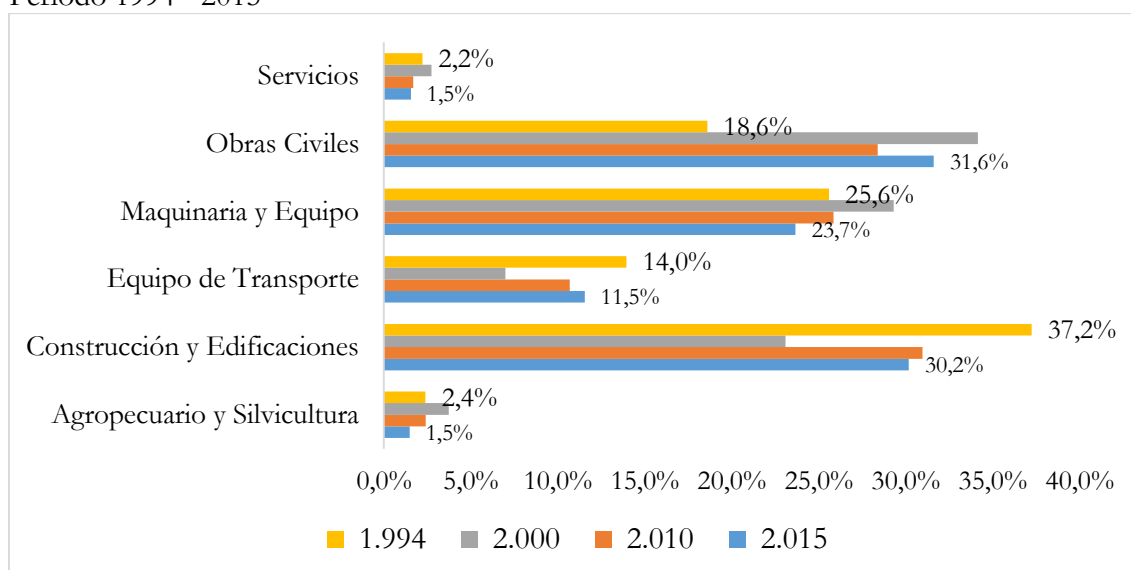
En segundo lugar, un hecho importante para resaltar es la caída de la participación del sector agropecuario y la silvicultura, aunque su aporte ya era bajo al inicio de los 90. De todas maneras, la reducción observada en dicho grupo es notable, pasando de un 2.4% de la FBKF en 1994 a un 1.5% en el 2015; lo que representa una disminución del 62%. De ahí que no sea extraño que su contribución al crecimiento económico, y la participación en el conjunto del PIB, también se haya reducido.

³⁷⁵ Esta situación se puede ver en la FBKF discriminada a seis dígitos, donde se observa el tipo de bienes que la conforman.

³⁷⁶ Que sería lo más cercano al ciclo de auge de los precios de las materias primas.

³⁷⁷ Esta situación se refleja, por ejemplo, en la caída que mostró la inversión en este grupo en el año 2015, donde la FBKF se redujo en un 7.4% (en términos reales).

Gráfico 7.3. Composición de la FBKF por tipo de producto (precios constantes de 2005). Periodo 1994 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE (cuentas nacionales)

7.4. LOS *SHOCKS* EXTERNOS Y LA PRODUCTIVIDAD DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

En el marco teórico desarrollado en el Capítulo 2 se advirtió que los *shocks* externos (comerciales y financieros) afectan el comportamiento del PIB tanto por la vía de la demanda por el de la oferta agregada. En el caso de la demanda agregada, el estudio ya fue abordado tanto a nivel general como por cada uno de sus componentes (véase el Capítulo 6). Respecto a la oferta productiva, hasta el momento se ha analizado la estructura sectorial, la contribución al crecimiento del PIB por cada una de las ramas de la actividad económica y el comportamiento de la FBKF. Abordado este punto, el propósito de este apartado es hacer una evaluación más exhaustiva de sus determinantes.

La dinámica de la oferta productiva de una economía depende de múltiples variables, entre las que se cuenta la dotación factorial (capital y trabajo), la tecnología disponible y la productividad. Bajo el enfoque keynesiano, otro de los determinantes del comportamiento del producto sería, desde luego, la demanda agregada (véase Capítulo 2). Además de las variables señaladas, naturalmente, habría que añadir una serie de factores no económicos, que tienen que ver con aspectos institucionales, culturales, políticos etc.

Si el análisis de la dinámica del PIB se plantea desde el lado de la oferta, una economía puede crecer tanto por una mayor dotación de factores productivos como por las mejoras de la eficiencia³⁷⁸. Dicho comportamiento queda recogido en una medida de productividad. En el plano metodológico, este indicador está mostrando la cantidad de producción obtenida a partir de los factores disponibles y un determinado nivel de tecnología³⁷⁹. En estos términos, la productividad agregada de una economía es una medida de la eficiencia con la que se utilizan los factores productivos.

³⁷⁸ Dichos elementos quedan recogidos en la función de producción agregada de tipo Cobb-Douglas.

³⁷⁹ Se entiende que el incremento de la eficiencia no solamente se explica por el crecimiento tecnológico (véase Pagés, 2010).

Bajo los argumentos presentados, el incremento de la productividad es la vía predilecta para ampliar la frontera de producción de una economía y, por tanto, su dinámica es fundamental para explicar el crecimiento del PIB (véase Krugman, 1994; OCDE, 2001; Pagés, 2010).

Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, la evolución de la productividad de una economía es una referencia fundamental para el análisis de la VM. Desde esta perspectiva, solamente cuando haya cambios en la forma cómo se usan los factores productivos es posible garantizar una mayor competitividad de la economía en el contexto internacional. Ahora bien, dado que estas transformaciones no se logran de forma natural y espontánea, ni todos los sectores aportan dichos cambios con la misma intensidad, las ganancias de productividad no van a ser tan fáciles de conseguir. Además, como se verá más adelante, ni siquiera cuando se logra cierto nivel de crecimiento económico se puede asegurar un mayor nivel de eficiencia de una economía.

El comportamiento de la productividad de una economía se refleja tanto en las características de la estructura productiva como en el carácter de la inserción comercial. Desde el enfoque neoestructuralista, los cambios en dicha variable significan la posibilidad de reducir las asimetrías a las que se enfrentan las economías en desarrollo frente a los países desarrollados; especialmente las de carácter tecnológico y productivo. Entendiendo que estos aspectos están en el origen de la VM (véase Capítulo 2), el incremento de la productividad es fundamental para la reducción de la exposición de estas economías ante los efectos adversos ocasionados como resultado de los *shocks* externos.

Dada la importancia de la productividad en la evolución del PIB y su relación con la VM, este apartado tiene como propósito hacer una revisión somera de misma.

En el plano metodológico, hay diferentes medidas y métodos para el cálculo de la productividad (véase, por ejemplo, OCDE, 2001). Dentro de esta investigación, se van a utilizar dos indicadores: la productividad (media) del trabajo (PL) y la productividad total de los factores (PTF). Además, por su relación con la productividad y la competitividad, también se presenta un análisis de los costos laborales unitarios (CLU).

7.4.1. La productividad laboral en Colombia

La productividad media del trabajo es uno de los indicadores más utilizados en el análisis económico debido a la metodología para su cálculo. Sin embargo, ha recibido varias críticas porque el resultado está ocultando el aporte que hace el capital, además de otras variables adicionales que pueden influir en su dinámica (véase OCDE, 2001; Pagés, 2010). No obstante, desde la óptica de esta investigación, este es un primer acercamiento para medir la trayectoria de la productividad en la economía colombiana, que será complementada con otras medidas mucho más robustas.

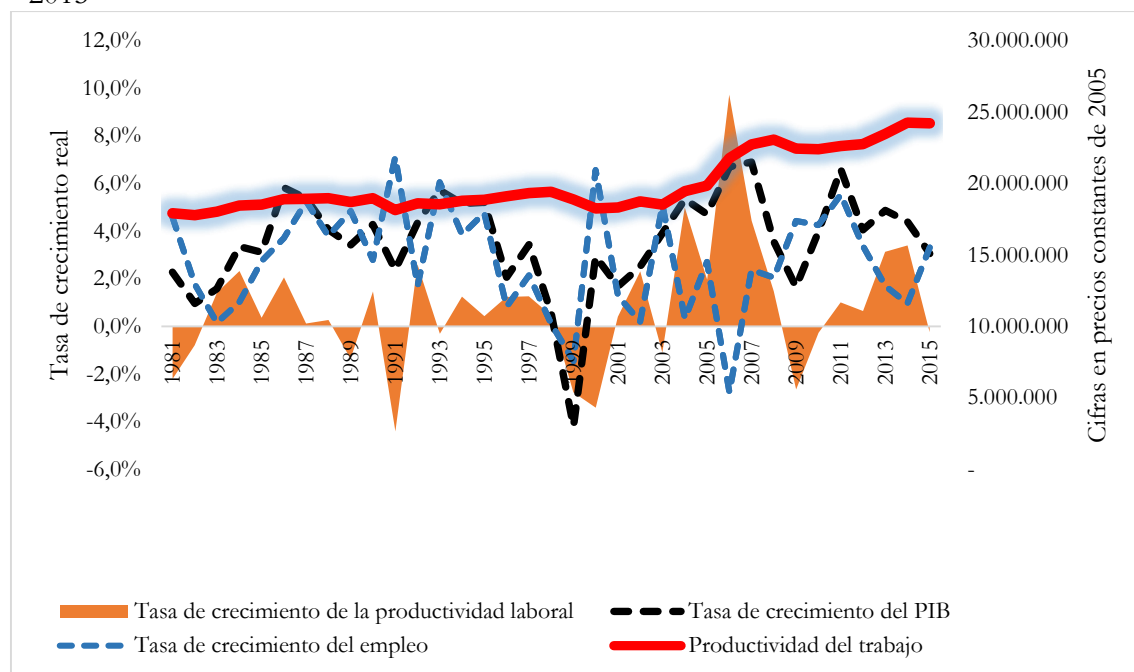
La productividad laboral se calcula como el cociente entre el PIB real en términos absolutos, expresado en precios constantes, y el número de empleados (L). Para este ejercicio, se tomó la serie encadenada del PIB desde 1990 hasta 2015 (precios constantes del 2005). En el caso del número de empleados, la cifra fue tomada de las estadísticas reportadas por el DANE.

$$PL = \frac{PIB \text{ real (en pesos colombianos)}}{Cantidad \text{ de trabajadores (L)}}$$

Como se puede observar en el Gráfico 7.4, la productividad laboral de Colombia permaneció prácticamente inalterada desde la década de los ochenta hasta los primeros años de los

2000³⁸⁰. Incluso, en el subperiodo 1998 – 2003, se observa una caída que alcanzó el 0.94% promedio anual. Por simple mecánica del método aplicado, el estancamiento de la productividad media del trabajo entre 1981 y 2003 se debe a que la tasa de expansión del empleo fue similar a la del PIB. Así, mientras el empleo se incrementó a una tasa media (anual) del 2.97%, el PIB creció, en promedio, al 3.02% anual. En estos términos, se podría decir que el crecimiento económico solamente alcanzó para absorber el incremento de la oferta de trabajo, sin que se pueda observar una mejora de la eficiencia. Desde luego, este fenómeno deja ver que los primeros años de la profundización del proceso de apertura económica no implicaron mejoras de la productividad laboral, lo cual cuestiona las posibles ganancias tanto en la eficiencia como en el nivel de crecimiento del PIB.

Gráfico 7.4. La productividad laboral en Colombia y el crecimiento económico. Periodo 1981 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE y la Conference Board

La productividad laboral solamente mostró un cambio significativo en su trayectoria a partir del año 2004, donde creció a una tasa promedio anual del 2.25% (subperiodo 2004 – 2015). Este resultado se logró gracias a dos factores: la aceleración de la tasa de expansión del PIB y la reducción en el crecimiento del empleo. En el caso del PIB, en un periodo marcado por el *boom* de los precios de las *commodities*, alcanzó una tasa promedio de crecimiento del 4.64%. Entretanto, en el mismo periodo, el empleo solamente creció a una media del 2.33%; es decir, la mitad de la tasa de crecimiento de la economía (véase Gráfico 7.4).

Si se compara la cifra de crecimiento del empleo con la del subperiodo 1981 – 2003, donde esta variable se expandió a una tasa del 2.97%, se puede concluir que la economía redujo su capacidad para generar empleo. Como se podrá entender, las razones que explican este fenómeno están por fuera del alcance de esta investigación. No obstante, por los cambios que se dieron en la economía nacional como fruto de los *shocks* externos (comerciales y financieros), y la importancia que adquirieron algunas actividades económicas como la explotación de minas y canteras, y sobre todo los hidrocarburos, se puede inferir que la capacidad de generar empleo disminuyó precisamente por la composición de los flujos de

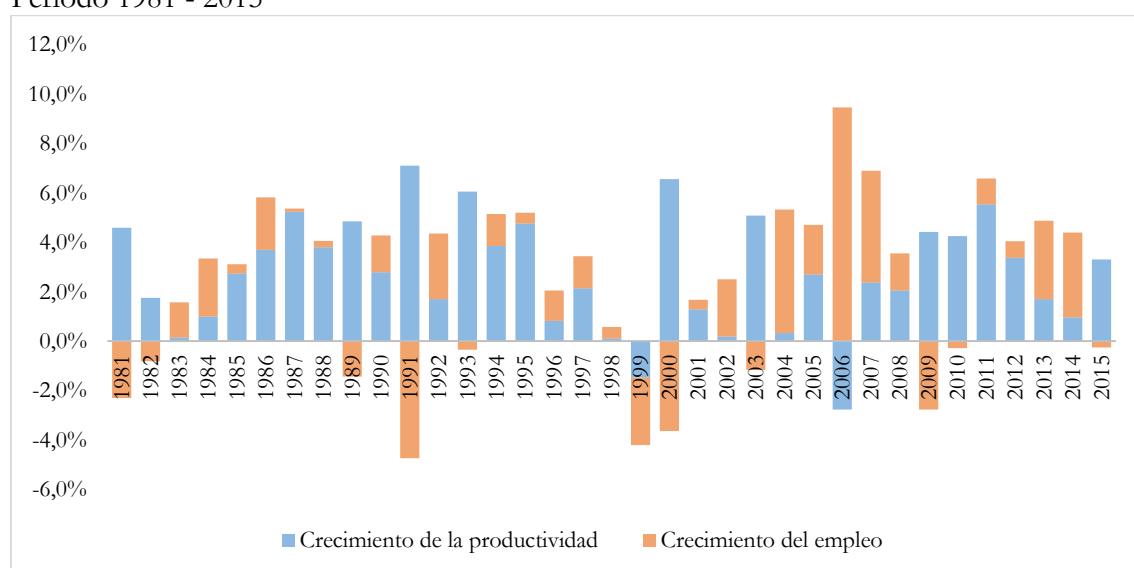
³⁸⁰ Si el punto de partida es el año 1990, los resultados son similares.

capital y, en general, por las secuelas ocasionadas por los ciclos externos sobre el conjunto de la economía. En este punto, también es importante anotar que tanto la minería como los hidrocarburos tienen una baja capacidad de generación de empleo; por lo menos si se comparan con otras actividades económicas como la industria manufacturera o la agricultura. La situación que se acaba de describir es consecuente con algunas de las críticas que se han levantado hacia la IED cuando esta se direcciona hacia sectores extractivos (enclaves) que, como se sabe, son intensivos en capital (estos argumentos fueron desarrollados en el apartado 1.2).

Si se desglosa el subperiodo 2004 – 2015, se encuentra que la única fase donde el empleo creció a una tasa similar a la del PIB fue la comprendida entre 2009 y 2012, donde los porcentajes fueron del 4.4% y 4%, respectivamente. En contraste, en el subperiodo 2004 – 2008, el PIB se expandió a una tasa media del 5.4%, mientras el empleo lo hizo al 0,9%. Asimismo, en el subperiodo 2012 - 2013, mientras el número de trabajadores creció a una tasa del 1.98%, el PIB creció al 4.1% promedio anual. La distribución de la tasa de crecimiento del PIB entre la productividad y el empleo se muestra en el Gráfico 7.5.

Con los datos aportados, se ratifica que el crecimiento del PIB en la década de los 2000 se aceleró en paralelo con el incremento de la productividad laboral. No obstante, esa mayor expansión de la economía se logró con una reducción simultánea de la tasa de crecimiento del empleo (véase Gráfico 7.5). Desde esta perspectiva, el nivel de crecimiento económico, nuevamente, resultó insuficiente.

Gráfico 7.5. Distribución de la tasa de crecimiento del PIB entre la productividad y el empleo. Periodo 1981 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE y la Conference Board

7.4.2. La productividad total de los factores (PTF)

Otra forma de evaluar la evolución de la productividad de la economía es a través de la PTF. En esencia, lo que mide este indicador es la proporción del crecimiento económico que no es explicada por la mayor disposición de capital y trabajo, sino por mejoras de la eficiencia. En estos términos, la PTF es una medida de la productividad agregada de la economía.

Desde el punto de vista metodológico, la PTF termina siendo un residuo (véase Solow, 1957), es decir, mide los aumentos de la eficiencia no asociados a la acumulación de factores

productivos. Para su cálculo, el crecimiento del PIB se descompone entre las contribuciones que hacen el capital (K), el trabajo (L) y el crecimiento de la PTF. La ecuación 7.4.2.1 muestra la relación a partir de la cual se deriva la PTF.

$$\frac{\delta \ln \text{PIB}}{\delta t} = V_K \frac{\delta \ln K}{\delta t} + V_L \frac{\delta \ln L}{\delta t} + \frac{\delta \ln A}{\delta t} \quad [7.4.2.1]$$

Donde, $\frac{\delta \ln \text{PIB}}{\delta t}$ indica la tasa de crecimiento del PIB o del *output*, explicada ya sea por K, L o la PTF; V_K y V_L representan la contribución que hacen respectivamente el capital y el trabajo al crecimiento del PIB; y A corresponde al residuo de la ecuación, es decir, el cambio en el *output* que no es explicado por la acumulación de factores productivos (capital y trabajo), y por tanto se atribuye a múltiples factores. De acuerdo a la ecuación 7.4.2.1, A representa la PTF.

Las cifras que se muestran en el Gráfico 7.6 dejan ver un comportamiento precario de la economía colombiana en términos de la PTF. En efecto, en el periodo 1990 – 2015, la contribución que hizo la PTF al crecimiento económico fue negativa, alcanzando una media del -0.61% anual. Esto quiere decir que la tasa de expansión del PIB estuvo explicada, fundamentalmente, por un aumento del trabajo y del capital, más no por una mayor eficiencia en el uso de estos factores productivos. La dinámica fue peor todavía en la década de los 90, donde el aporte que hizo la PTF fue, en promedio, del -1.09% anual. Esta situación, en parte, mejoró en el subperiodo 2004 – 2015; lapso durante el cual la economía colombiana se benefició del *boom* de los precios de las *commodities*. No obstante, en esta fase, la PTF tampoco aportó a la tasa de crecimiento del PIB, ya que su contribución promedio fue del -0.02% anual.

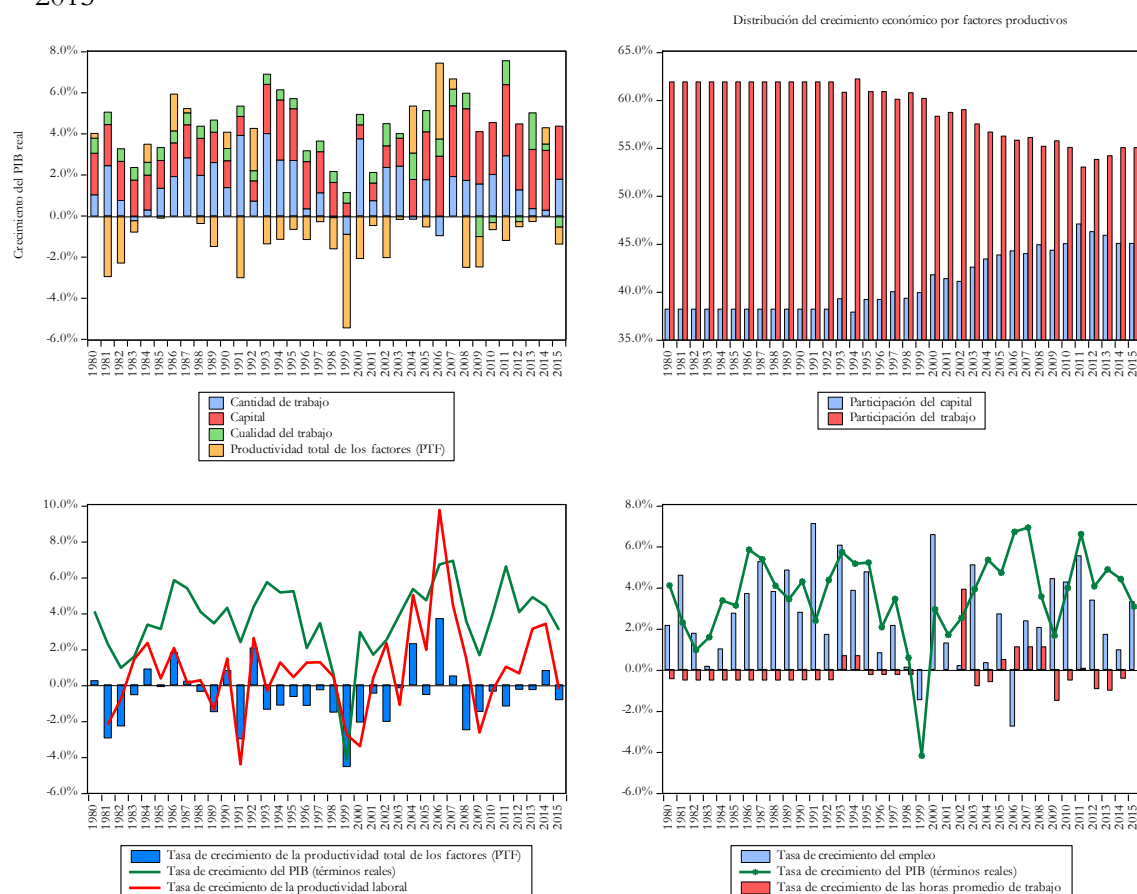
Dado que la PTF fue negativa dentro del periodo analizado, el crecimiento del PIB quedó explicado por los cambios en la dotación factorial. Al respecto, hay varias diferencias entre la década de los noventa y los 2000. En el periodo conjunto (1990 – 2015), fue el capital el que más aportó a la tasa de expansión del PIB. Empero, el cambio en la contribución de los factores productivos al crecimiento del PIB fue gradual. De hecho, mientras entre 1990 y 1999 era el empleo el que tenía la mayor participación, esta situación fue modificándose en el transcurso del periodo de tiempo analizado (véase Gráfico 7.6). Así entonces, hay una transformación importante en la economía colombiana, que implicó que el capital pase a ser el principal aportante al crecimiento económico, en detrimento del factor trabajo. Esta situación se hizo mucho más palpable en el subperiodo 2004 – 2015, donde el trabajo (cantidad + calidad) contribuyó solamente con el 60% de lo que aportó el capital, cuando en los noventa había sucedido lo contrario: el capital contribuyó con el 83% de lo que sumó el trabajo. En el marco expuesto, donde se pueden desagregar algunas de las propiedades alrededor del crecimiento del PIB, es posible entender, por ejemplo, las razones por las cuales la tasa de creación de empleo fue superior en los 90 respecto a los 2000. No obstante, como se había advertido, este tema está por fuera del alcance de esta investigación.

La contribución que hizo el empleo a la tasa de expansión del PIB se puede dividir entre la cantidad y la calidad³⁸¹. De acuerdo a las cifras que se observan en el Gráfico 7.6, en el periodo 1990 – 2015, la cantidad de trabajadores creció por encima de la calidad. Los porcentajes de

³⁸¹ La calidad del trabajo puede incrementarse por las mejoras en las habilidades de los trabajadores, la educación, la capacitación y/o la experiencia etc. (véase Conference Board, 2017)

incremento anual promedio fueron del 1.52% y el 0,51%, respectivamente. Ahora bien, si se compara los 90 con los 2000, en el primer subperiodo la tasa de expansión para el empleo es mayor tanto en términos de cantidad como de calidad (1.59% y 0,52%, respectivamente). En contraste, en el subperiodo 2004 – 2015, el empleo se redujo en los dos criterios (1.21% y 0,48%, respectivamente). De esta suerte, la aceleración del crecimiento económico desde mediados de los 2000 no solamente redujo la tasa de creación de empleo sino también la calidad del mismo.

Gráfico 7.6. La productividad total de los factores y el crecimiento económico. Periodo 1981 – 2015



Fuente: elaboración propia con información de la Conference Board y el DANE

En resumen, la tasa de crecimiento del PIB durante el tiempo analizado estuvo marcada por un nivel de productividad muy bajo, con lo cual, la expansión de la actividad económica fue posible únicamente gracias a una mayor provisión tanto de capital como de trabajo. Al respecto, vale recordar que la tasa de inversión prácticamente se duplicó entre finales de los noventa y el año 2015. Fruto de los cambios en la configuración de la economía colombiana, desde mediados de los 2000, el capital se consolidó como el factor productivo que mayor aporte hizo al crecimiento económico; por encima del trabajo y la PTF. En el caso de la productividad laboral, solamente mostró una tasa de expansión mayor en un contexto de bajo crecimiento del empleo y aceleración del PIB. Respecto a la PTF, lo que se pudo ver es que la economía colombiana no fue capaz de lograr una mayor eficiencia; ni siquiera en un periodo donde el entorno internacional fue muy positivo (véase también Consejo Privado de Competitividad, 2017).

7.4.3. Los costos laborales unitarios

Como se anotó al inicio de este apartado, para medir la competitividad de una economía existen diferentes indicadores. Hasta el momento, se ha estudiado el tipo de cambio real, cuyo análisis se desarrolló en los capítulos 3, 4 y 5, y la productividad (véase apartados 7.1 y 7.2). No obstante, el estudio de la competitividad de la economía también se puede plantear a partir del examen de los costos laborales unitarios (CLU).

En general, los CLU se definen como el costo medio laboral por unidad de producto. Los CLU se pueden medir tanto en términos nominales (CLUn) como reales (CLUr). En el primer caso, lo que se cuantifica es la relación entre el salario nominal (compensación por empleado) y la productividad del trabajo³⁸². En cuanto a los CLUr, este es el resultado del cociente entre la masa salarial o la remuneración de los empleados y la renta total de la economía (PIB)³⁸³; o, lo que es lo mismo, la participación de la remuneración de los asalariados dentro del PIB (expresados en términos nominales).

Dentro de este subapartado, solamente se van a mostrar los datos del CLU en términos nominales. La razón fundamental es que esta es una medida de competitividad; que además está asociada a la evolución de la productividad laboral. Entretanto, los CLUr representan un indicador de distribución de la renta; cuyo estudio está por fuera de la órbita de esta investigación.

Desde el punto de vista metodológico, el principal inconveniente para los cálculos es que no hay una serie completa de las variables requeridas para todo el periodo de investigación. Por este motivo, se optó por encadenar las series, tanto de PIB como de la remuneración de los asalariados, utilizando el método de interpolación³⁸⁴. Para obtener el salario unitario, se utilizaron dos métodos: en el primero se tomó la remuneración por trabajador en términos nominales³⁸⁵ y luego se descontó dicho valor utilizando el deflactor implícito del PIB (año 2005 = 100). El segundo método consistió en tomar como remuneración por trabajador el salario mínimo mensual vigente en Colombia, el cual, para transformarlo a precios

³⁸² Matemáticamente, los CLUn se obtienen de la siguiente manera. Si la renta nominal de la economía $Y = p \times y$, donde p son los precios e y es la producción en términos reales, Y también se puede descomponer entre la remuneración de los asalariados (RA) más el excedente bruto de explotación (EBE). De esta forma $p \times y = RA + EBE$. A partir de esta relación, RA se puede expresar como el salario unitario nominal (W) multiplicado por la cantidad de empleados (L). Por tanto, $RA = W \times L$. De esta forma, $p \times y = W \times L + EBE$. Despejando p de la ecuación anterior se obtiene lo siguiente: $p = \frac{W}{y/L} + \frac{EBE}{y}$. El primer miembro de la ecuación $\frac{W}{y/L}$ corresponde al CLUn. De donde y/L es la productividad por trabajador (medida en términos reales) y w es la compensación por empleado (medida en términos nominales). Ahora bien, tal y como se advirtió, en vez de tomar este último valor en precios corrientes, lo que se hizo fue deflactarlo.

³⁸³ Para calcular los CLUr se parte de la misma ecuación que se utilizó para los CLUn. Así, $p \times y = RA + EBE$. Donde, RA se puede expresar como el salario unitario nominal (W) multiplicado por la cantidad de empleados (L). Por tanto, $RA = W \times L$. De esta forma, $p \times y = W \times L + EBE$. Si se divide los dos lados de la ecuación entre $p \times y$ se obtiene lo siguiente: $1 = \frac{W \times L}{p \times y} + \frac{EBE}{p \times y}$. El primer miembro de la ecuación $\frac{W \times L}{p \times y}$ corresponde al CLUr que, al final, es igual a la participación de la remuneración de los asalariados (RA) en la renta (Y o PIB).

³⁸⁴ Se utilizó este método porque la información de la remuneración de los asalariados solamente está disponible en precios corrientes, con tres series: 1965 – 1995 (año 1975 = 100); 1994 – 2005 (año 1994 = 100); y 2000 – 2015 (año 2005 = 100). El método de interpolación consiste en no alterar los valores de los años base y distribuir la diferencia a lo largo de la serie utilizando el promedio geométrico. Dicho promedio es el que permite calcular, posteriormente, el resto de valores hasta completar la serie.

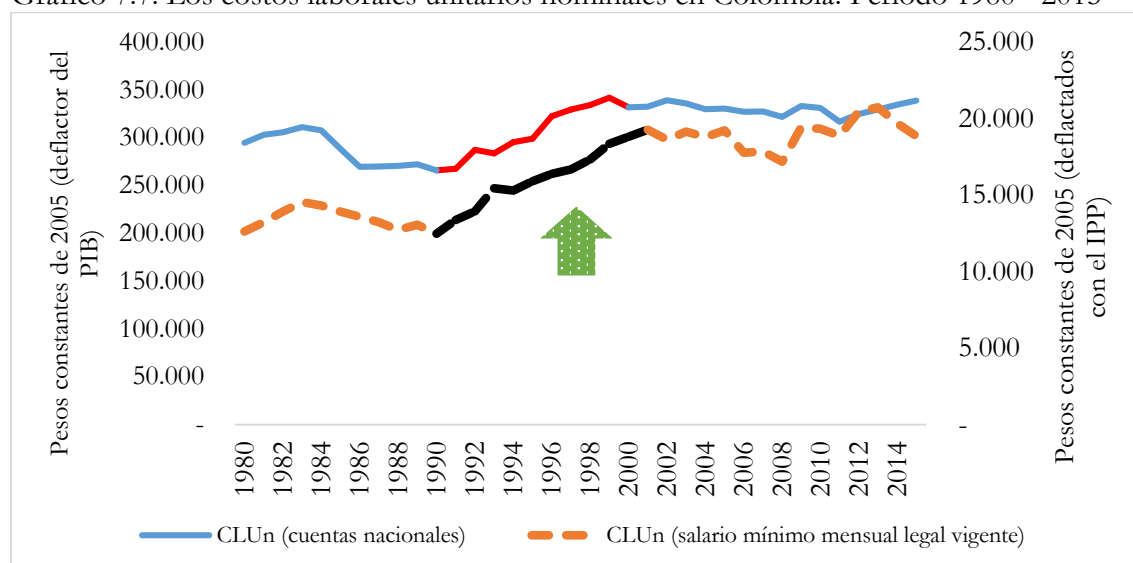
³⁸⁵ Se utilizó la serie de remuneración a los asalariados empalmada a través del método de interpolación.

constantes, se deflactó por el Índice de Precios al Productor (IPP). La decisión de deflactar la compensación por trabajador (salario nominal unitario) se debe a que en la fórmula de cálculo de los CLUn el numerador está expresado en términos corrientes y el denominador en constantes, con lo cual se castigaría a aquellos países con mayor inflación.

Los CLUn comparan la evolución de la compensación real por trabajador con la productividad laboral. Dado que el numerador y el denominador están expresados en términos reales, lo que importa son las tasas de crecimiento. Respecto a la productividad laboral de Colombia, como se ha señalado hasta el momento, solamente en el periodo del *boom* de las *commodities* presentó un cambio importante (véase Gráfico 7.6). Teniendo en cuenta este aspecto, el crecimiento que se dio de los CLU nominales entre los años 1990 al 2000 se explica, fundamentalmente, porque la productividad laboral mostró una tendencia decreciente, con una tasa de expansión anual del -0,05%. En el mismo periodo, el salario unitario creció a una tasa promedio anual del 2,4%. Si se toma como base el salario mínimo mensual, la tasa de crecimiento anual (real) fue, en promedio, del 3,56%³⁸⁶.

En la década de los 2000 sucedió lo contrario a lo acontecido en los noventa. Así, por una parte, se incrementó la productividad del trabajo, que en el subperiodo 2000 – 2015 creció a una tasa promedio del 1,78% anual, y por otra, se redujo la tasa de crecimiento de los salarios, que se expandieron a una media del 1,51% anual³⁸⁷. Como resultado, los CLUn terminaron reportando una caída promedio del 0,06% anual. En el caso de los CLUn calculados con el salario mínimo, si bien muestran una caída hasta el año 2008, en adelante son crecientes (véase Gráfico 7.7). Como consecuencia, utilizando este método, el CLU real habría crecido durante este lapso, en promedio, al 0,17% anual.

Gráfico 7.7. Los costos laborales unitarios nominales en Colombia. Periodo 1980 - 2015



Fuente: elaboración propia con información del DANE y el DNP

³⁸⁶ Hay que tener precaución con el porcentaje de crecimiento del salario mínimo por dos razones: en primer lugar, el deflactor que se está utilizando dentro de esta investigación es el IPP, ya que esta es la referencia para el costo de los productores. No obstante, desde la perspectiva del consumidor, lo que le interesa es el comportamiento del IPC. Por otra parte, hay que tener en cuenta que el ajuste del salario mínimo en Colombia, y en muchos países donde existe, se hace sobre la base de la inflación causada (la del año anterior), con lo cual, si se compara con la inflación del año de vigencia, se pueden generar resultados muy alejados respecto al salario fijado. Así, por ejemplo, para el año 1999, el salario mínimo se incrementó en un 16% cuando la inflación de este año fue del 9,23%.

³⁸⁷ En el mismo periodo, la tasa de crecimiento promedio anual del salario mínimo fue del 2%.

Desde la perspectiva de esta investigación, el problema de competitividad de la economía colombiana no está en el crecimiento de los salarios sino en los bajos niveles de productividad.

En resumen, el análisis de la productividad deja ver que la economía colombiana no ha avanzado en términos de eficiencia, lo que la hace más vulnerable tanto desde el punto de vista microeconómico como macroeconómico. En otras palabras, la productividad no ha sido una fuente de ganancias de competitividad para la economía colombiana dentro del periodo de tiempo estudiado. El principal argumento es que la PTF no aportó al crecimiento de la economía³⁸⁸. Ante este hecho, la única posibilidad para que el PIB crezca ha sido el incremento de la disposición de factores productivos. Así las cosas, la economía colombiana pudo acelerar su tasa de expansión en los últimos años fundamentalmente con un mayor acceso al capital, que fue posible gracias al auge del financiamiento externo; algo que representa una señal de VM.

También es importante señalar que la justificación de la pérdida de competitividad no puede recaer en los salarios. Como se pudo ver, aunque en la segunda mitad de la década de los noventa los CLUn tendieron a crecer, en el resto del periodo permanecieron estancados. Además, como se advirtió en su momento, el problema no está en los salarios sino en los bajos niveles de productividad. Si a esto se le suma que el tipo de cambio real estuvo apreciado durante la mayor parte del periodo de tiempo analizado, es evidente que la única forma como la economía colombiana ha sido capaz de mejorar su competitividad externa ha sido por la vía de los precios, reflejados en los términos de intercambio. Este resultado, nuevamente, es un reflejo de las secuelas generadas por los *shocks* externos y el grado de exposición de la economía colombiana ante los efectos adversos ocasionados por los mismos.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El objetivo primordial dentro de este capítulo fue analizar la dinámica del PIB desde la óptica de la oferta. Dicha tarea se emprendió debido a la importancia de las características de la estructura productiva en la comprensión de la VM (véase Capítulo 2). A partir de los planteamientos estructuralistas y neoestructuralistas, los cambios que se generan en la misma son fundamentales a la hora de entender la influencia que ejercen los *shocks* externos sobre la dinámica económica de este tipo de países. Los mecanismos a través de los cuales se transmiten los principales efectos de los ciclos externos hacia la estructura productiva son diversos. No obstante, dentro de este estudio, se ha señalado la relevancia de los macroprecios, particularmente del tipo de cambio, y de la demanda agregada. A partir del enfoque desarrollado dentro de esta investigación, la idea fundamental que se planteó fue que la inestabilidad de la demanda agregada, ocasionada por la conjunción de los *shocks* externos y la posición de la política económica, es un determinante fundamental de la trayectoria que sigue la oferta productiva (véase Esquema 7.1).

³⁸⁸ Este fenómeno no solamente se dio en Colombia. En el periodo 1990 – 2015, en el resto de países de Sudamérica, el promedio de la PTF también fue negativo. Empero, Colombia se ubicó por debajo de dicho media; algo que, desde luego, empeora la competitividad del país. Si a esto se añade que el principal socio comercial, que es Estados Unidos, alcanzó un resultado positivo en la PTF, la situación es peor aún. Los únicos países donde se obtuvo una cifra positiva fueron Argentina y, sobretudo, Uruguay. En contraste, los países con el peor resultado en la PTF fueron, en su orden, Bolivia y Chile (datos tomados de la Conference Board).

Con el propósito de cumplir con los objetivos trazados para este capítulo, se estudiaron los principales cambios en la estructura productiva colombiana dentro del periodo de referencia de esta investigación, la contribución de cada una de las actividades económicas al crecimiento del PIB, la dinámica de la FBKF y la productividad. En cada uno de los temas abordados, lo más importante fue identificar el papel que desempeñaron los *shocks* exógenos; que es la manera como se ha venido examinando el fenómeno de la VM dentro de este estudio.

Respecto a los cambios en la estructura productiva colombiana durante el periodo de tiempo analizado, lo más relevante es el incremento del peso del sector terciario (comercio y servicios) dentro del PIB. De hecho, este sector explicó, aproximadamente, dos tercios de la tasa de crecimiento del PIB de Colombia entre 1990 y 2015. En contraste, los sectores que terminaron perdiendo participación en el producto fueron el primario y el secundario. Sobre el sector secundario, lo más significativo desde la perspectiva de esta investigación es la reducción del peso de la industria manufacturera dentro del PIB, que reportó una caída de un tercio en el periodo 1990 - 2015. En cuanto al sector primario, al tiempo que la explotación de minas y canteras aumentó su participación dentro del PIB, el resto de actividades mostraron un comportamiento completamente opuesto.

Con relación a los cambios en la estructura productiva, lo que se pudo evidenciar es que mientras las ganancias de participación del sector terciario dentro del PIB harían parte de un proceso secular, que incluso se ha dado con mayor fuerza en las economías desarrolladas, la caída de la industria manufacturera y del sector primario (excluyendo minas y canteras) estaría asociada, fundamentalmente, con los efectos negativos derivados de los *shocks* externos, especialmente por la vía del tipo de cambio.

Otro de los canales a través del cual se transmitieron los efectos de los ciclos externos fue el de la FBKF. En la década de los noventa, lo que se encontró es que el mayor flujo de capitales hacia la economía colombiana no redundó en un incremento de la capacidad productiva. Incluso, al final de este lapso, la FBKF mostró una caída estrepitosa en medio de la crisis de 1999; que solamente pudo recuperarse hacia el año 2005. En la década de los 2000, a pesar del incremento de la tasa de inversión, lo que se pudo observar fue que una parte muy significativa de dicho crecimiento se concentró en aquellas ramas de la actividad económica beneficiadas por el *boom* de los precios de las *commodities* (véase Esquema 7.1).

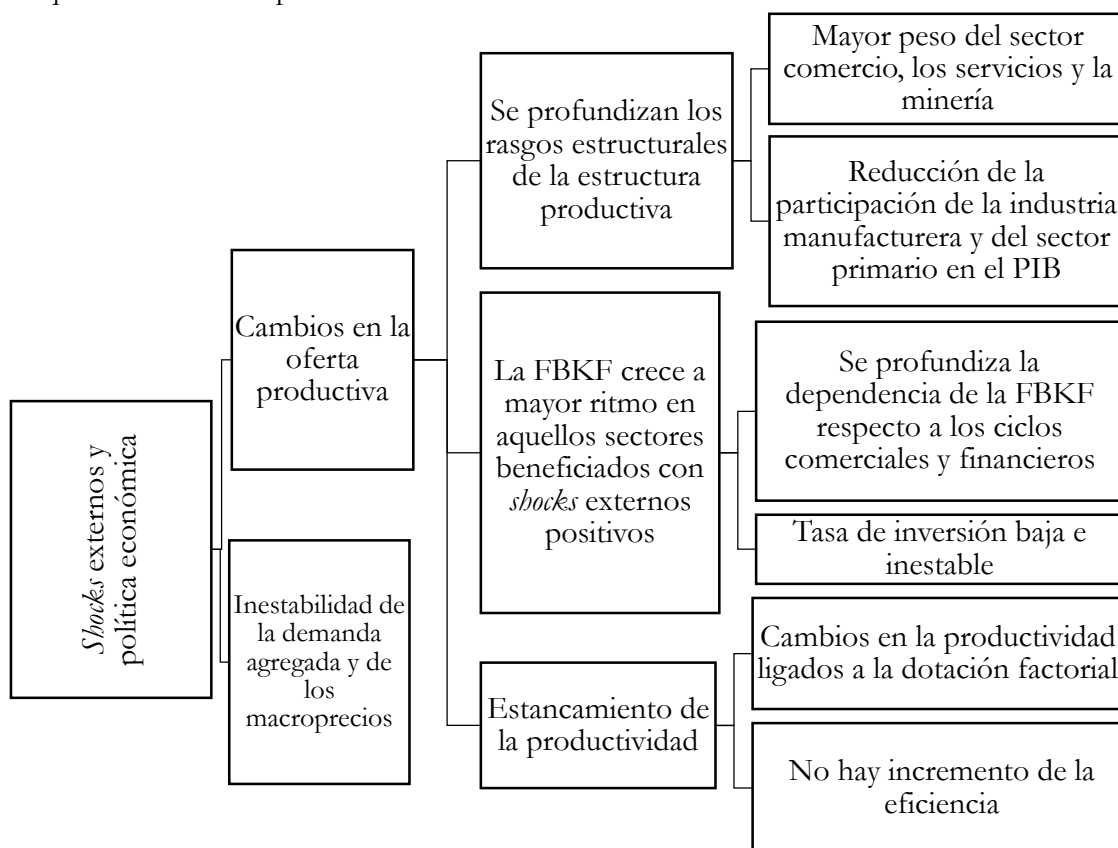
A partir de los elementos citados, se colige que los *shocks* externos no solamente dieron paso a la profundización del modelo de inserción comercial colombiano, caracterizado por una alta concentración de las exportaciones en bienes de carácter primario (véase Capítulo 4), sino que también generaron cambios sustanciales en la estructura económica del país; lo cual es consecuente con la hipótesis planteada para este capítulo (hipótesis 7). Desde la perspectiva de esta investigación, como se ha anotado, lo más importante es la pérdida de participación del sector manufacturero y del sector primario (excluyendo minas y canteras) dentro de la estructura productiva del país (véase Esquema 7.1). Ante este hecho, es evidente que la economía colombiana no ha transitado hacia un cambio en la estructura productiva que tanto se ha demandado en el Estructuralismo Latinoamericano. Si se entiende que esta es una tarea fundamental en la perspectiva de reducir el grado de exposición de la economía ante los efectos generados por los *shocks* externos, dicho propósito no se ha cumplido.

La dinámica de la oferta también se evaluó a partir del comportamiento de la productividad agregada. Al respecto, desde el marco teórico se había apuntado que, debido a la persistencia de la inestabilidad macroeconómica en las economías en desarrollo, como es el caso

colombiano, los aumentos de la misma terminan siendo muy exiguos, en primer lugar, por los continuos desfases entre el gasto interno y la producción y, en segundo lugar, por el rezago tecnológico. En estos términos, el crecimiento de la productividad también termina dependiendo del sentido que tomen los ciclos comerciales y los financieros; lo cual es un reflejo de la VM de un país.

A la luz de los resultados que se mostraron en este capítulo, la principal conclusión que se pudo extraer es que la productividad de la economía colombiana durante el periodo analizado permaneció estancada (véase Esquema 7.1); algo que es consecuente con la hipótesis que se planteó dentro de este capítulo (Hipótesis 7). Con relación a la productividad del trabajo, solamente se observó un pequeño incremento hacia mediados de la década de los 2000, en un contexto externo muy favorable que posibilitó la aceleración de la tasa de expansión del PIB. Otro de los aspectos que ayudó a explicar el incremento de la productividad laboral en el lapso mencionado fue la reducción de la tasa de creación de empleo. Y aunque este no es el objeto de esta investigación, se podría decir que dicho fenómeno también es un efecto derivado de los sesgos inducidos por los *shocks* externos, especialmente por la mayor intensidad en el uso del capital.

Esquema 7.1. Oferta productiva e inestabilidad macroeconómica



Fuente: elaboración propia

Respecto a la PTF, lo más relevante es que la economía colombiana no fue capaz de incrementar su nivel de eficiencia, por lo cual, el crecimiento económico solamente se dio por una mayor dotación factorial (tanto de trabajo como de capital). A la postre, la contribución de la PTF al crecimiento económico durante el periodo de tiempo estudiado fue negativa (-0.61% promedio anual). Además, dicha dinámica ni siquiera fue revertida en un contexto internacional muy favorable para la economía colombiana, como el que se dio desde mediados de la década de los 2000. Además, como consecuencia de los magros

resultados que reportó la economía colombiana en términos de la productividad, los CLUn mostraron una tendencia alcista, especialmente a finales de la década de los 90 y desde mediados de la década de los 2000. De esta manera, si se entiende que tanto la productividad como los CLUn son medidas del grado de competitividad de un país, la economía colombiana tampoco está mostrando señales positivas en este sentido. Desde luego, los bajos niveles de productividad también son un reflejo de la persistencia de la VM en la economía colombiana.

CAPÍTULO 8. INESTABILIDAD MACROECONÓMICA, VULNERABILIDAD EXTERNA Y DINÁMICA DEL PIB

En el Capítulo 2 se planteó que la inestabilidad real es nociva para el crecimiento económico, y que dicho fenómeno es el principal síntoma de la persistencia de la VM en las economías en desarrollo; pudiendo establecer el vínculo entre la VM y el comportamiento del PIB (véase Esquema 2.1). Llegados a este punto, el primer objetivo de este capítulo es analizar la dinámica del PIB en la economía colombiana dentro del periodo de investigación estudiado. Es decir, se busca mostrar, por una parte, que la inestabilidad macroeconómica efectivamente se ha dado, y por otra, que este fenómeno ha tenido efectos en la evolución del PIB. El segundo propósito es evaluar la vulnerabilidad externa de la economía colombiana, donde se presenta un indicador que muestra los principales cambios de esta variable durante el periodo de tiempo de referencia para esta investigación.

Como un preámbulo a los tópicos que se va a abordar en este capítulo, hay que tener en cuenta que el tema de la volatilidad macroeconómica es de gran relevancia para una región como América Latina y el Caribe cuya tasa de crecimiento durante las últimas tres décadas se ha mostrado desigual e inestable³⁸⁹ (CEPAL, 2013; Fuentes, 2014, cap. VI; Titelman y Pérez, 2015). En este contexto, una premisa básica dentro de esta investigación es que la estabilidad macroeconómica es fundamental para que un país alcance un buen desempeño económico (véase Fisher, 1993; Ffrench-Davis, 1996, 2009b, 2015; Ocampo, 2005; Fuentes, 2014, cap. VI). Por ende, todos aquellos factores que afecten dicha estabilidad, al final, terminan dejando secuelas sobre el comportamiento del PIB; no solamente en el corto plazo sino también en el largo plazo (Ocampo, 2007b; Titelman y Pérez, 2015; Ffrench-Davis, 2015).

En la esfera teórica, la VM de las economías en desarrollo se manifiesta en el impacto que generan los *shocks* externos en la estabilidad macroeconómica de los mismos. Para Ffrench-Davis (2010), debido al grado de exposición que muestran estas economías ante la ocurrencia de *shocks* comerciales (términos de intercambio) y financieros (flujos financieros internacionales), además de los cambios en las tasas de interés internacionales, dichos países se enfrentan a una serie de desequilibrios tanto en la demanda agregada como en la producción, así como en los macroprecios.

Siguiendo el Esquema 2.1, una vez analizados los efectos de la VM tanto en la demanda como en la oferta agregada (Capítulos 6 y 7), es momento de abordar el estudio del impacto ocasionado por dicho fenómeno en el PIB. Para alcanzar los objetivos mencionados, este capítulo tiene la siguiente estructura. Inicialmente se analiza la relación entre el comportamiento del gasto interno y la dinámica del PIB. Seguidamente se examinan algunas de las particularidades del ciclo económico colombiano y su relación con los *shocks* externos. Y, por último, se aplica un indicador de vulnerabilidad externa a la economía colombiana, donde se hace un comparativo de estos resultados con la situación de otros países.

La hipótesis planteada para este capítulo es la siguiente (**hipótesis 8**):

Como resultado de la inestabilidad real y el incremento de la vulnerabilidad externa, la tasa de crecimiento del PIB fue baja y volátil.

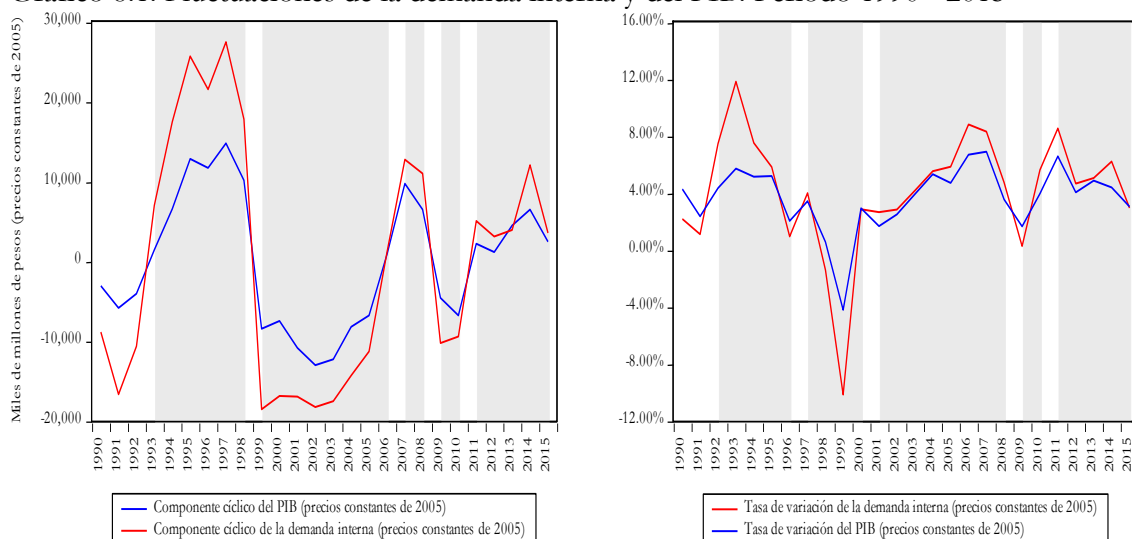
³⁸⁹ La relación entre la volatilidad real y el bajo crecimiento en América Latina y el Caribe también ha sido analizada en estudios como los de Cárcamo-Díaz y Pineda (2014) y Dabús *et al.* (2016).

8.1. LA DEMANDA INTERNA Y LA OFERTA PRODUCTIVA

En el marco teórico desarrollado en el Capítulo 2 se señaló que una de las consecuencias derivadas de la alta sensibilidad que muestran las economías en desarrollo ante la presencia de los *shocks* externos es la constante divergencia entre la demanda interna y la capacidad productiva del país, lo cual representa un desequilibrio fundamental desde el punto de vista macroeconómico (véase Ffrench-Davis, 1996, 2008, 2009b, 2012b, 2015; CEPAL, 2010). En este punto, el principal problema es que las fluctuaciones cíclicas de la demanda interna terminan siendo superiores a las del PIB, generando un desfase continuo entre el PIB efectivo y el potencial (brecha del PIB).

Como se puede observar en el Gráfico 8.1, durante el periodo 1990 – 2015, las fluctuaciones de la demanda interna, que han estado asociadas al efecto procíclico generado por los *shocks* externos, han sido mayores que las tasas de variación del PIB. En términos porcentuales, mientras el PIB creció a una tasa promedio anual del 3.7%, la demanda interna se expandió, en promedio, al 4.1% anual. Empero, hay diferencias entre subperiodos. Así, mientras en los 90 tanto el PIB como la demanda interna terminaron creciendo a tasas similares (2.8% y 2.9%, respectivamente), entre los años 2000 y 2015, dichos porcentajes fueron del 4.9% y 4.2%, respectivamente.

Gráfico 8.1. Fluctuaciones de la demanda interna y del PIB. Periodo 1990 - 2015



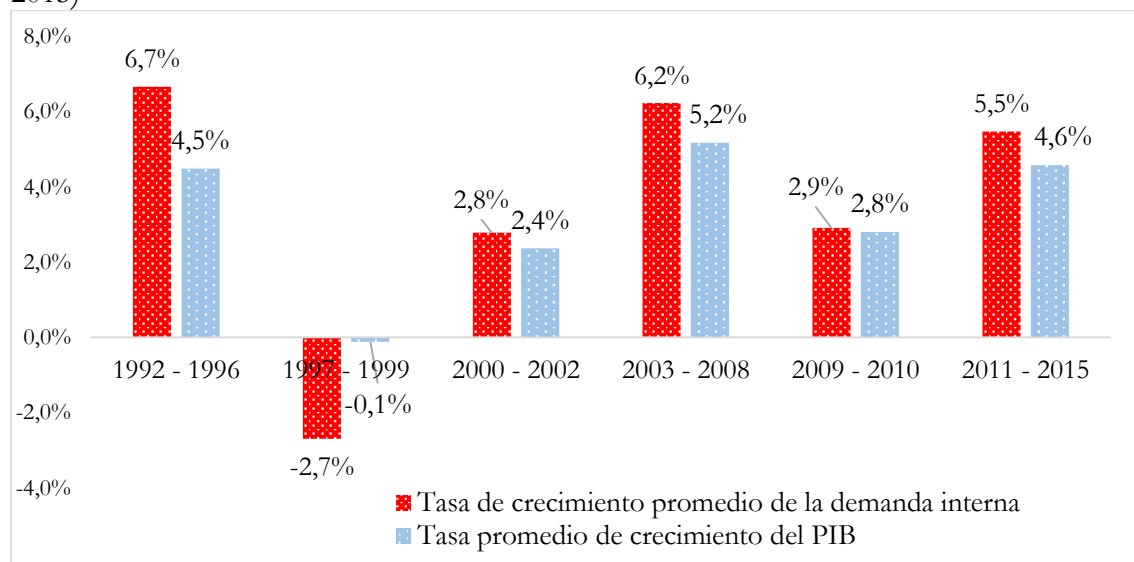
El componente cíclico de las series se obtuvo utilizando el filtro Hodrick-Prescott.

Fuente: elaboración propia con información del DANE

Aunque las diferencias en las tasas de crecimiento de la demanda interna y el PIB son claras, resulta útil hacer el análisis en términos del ciclo económico. Tal y como se observa en los Gráficos 8.1 y 8.2, es en las fases de expansión de la economía donde las disparidades son más prominentes. Además, fue en el ciclo alcista de los 90 donde mayor fue la brecha entre las dos variables. Así, en el subperiodo 1992 – 1996, donde se presentó la primera oleada de flujos de capital de la etapa aperturista, mientras el PIB se expandió a una tasa del 4.5%, la demanda interna lo hizo al 6.7% promedio anual; lo que indica una diferencia del 48.6%. Luego, en los subperiodos 2003 – 2008 y 2011 – 2015, donde la tasa de expansión de la economía nuevamente aumentó, las divergencias entre el gasto interno y la producción fueron del 20.3% y 19.4%, respectivamente (véase Gráfico 8.1). En contraste, en los periodos de menor crecimiento de la economía (2000 – 2002 y 2009 – 2010), las brechas disminuyeron, aunque continuaron siendo positivas (17.7% y 3.8%, respectivamente). Donde sí se observó

una gran discrepancia entre los dos agregados en mención fue durante la crisis de 1999. Así, mientras el PIB mostró una caída del 4.2%, la demanda interna disminuyó en el 10.16%; es decir, una diferencia del 141%.

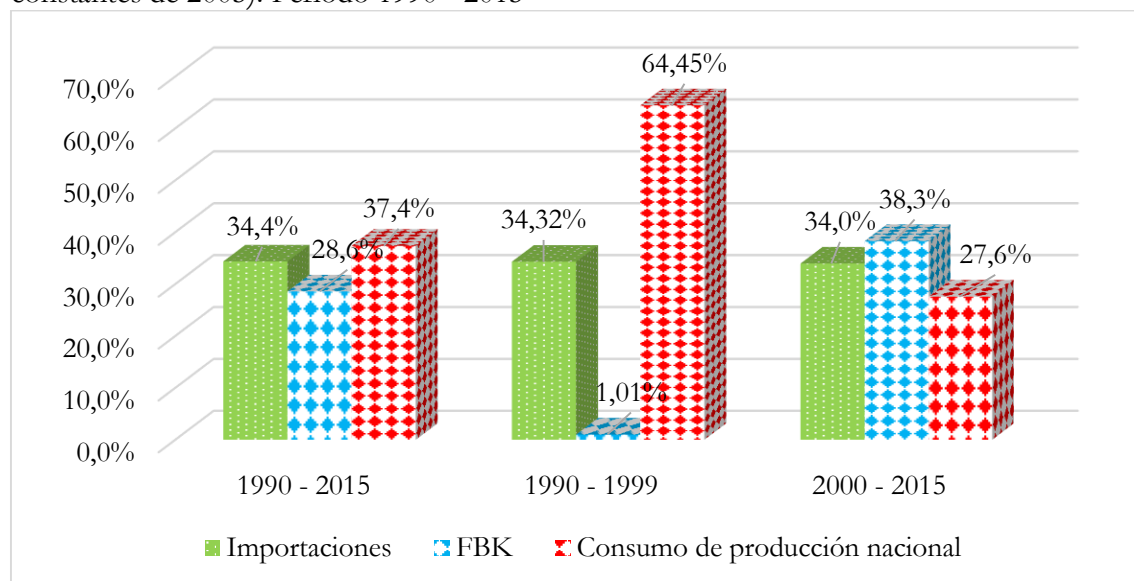
Gráfico 8.2. Tasas de crecimiento de la demanda interna y del PIB por subperiodos (1990 – 2015)



Fuente: elaboración propia con información del DANE

En suma, los datos aportados hasta el momento dejan ver tres fenómenos en la economía colombiana: en primer lugar, la persistencia de la brecha entre la tasa de crecimiento del gasto interno y la del PIB, en segundo lugar, la mayor intensidad del fenómeno durante las fases expansivas de la economía y, en tercer lugar, la forma cómo se dan los ajustes recesivos, cuya manifestación se pudo ver en el año 1999, donde la variable con los mayores cambios terminó siendo la demanda interna. Los elementos mencionados son plenamente compatibles con las advertencias que se habían realizado en el marco teórico (Capítulo 2).

Gráfico 8.3. Contribución al crecimiento de la demanda interna por componentes (precios constantes de 2005). Periodo 1990 - 2015



Nota: en el consumo de producción nacional se incluye tanto el privado como el público

Fuente: elaboración propia con información del DANE

Para observar la influencia de los *shocks* externos sobre el comportamiento del gasto interno, es importante mostrar la dinámica que han tenido las importaciones en términos de su contribución al crecimiento de dicha variable. Como se ve en el Gráfico 8.3, durante el periodo 1990 - 2015, las importaciones han explicado, aproximadamente, un tercio de la tasa de crecimiento del gasto interno, superando en estos términos a la FBK y ubicándose muy cerca del consumo de producción nacional³⁹⁰, que es el componente más significativo de este agregado.

Además de la contribución que hicieron las importaciones al crecimiento del gasto interno, especialmente en los periodos de expansión de la economía, también fueron el componente más volátil de la demanda doméstica (véase Cuadro 8.1). Incluso, en un periodo marcado por una caída estrepitosa de la FBK que se dio a finales de los 90, fueron las importaciones las que mostraron las mayores fluctuaciones.

En el subperiodo 2000 – 2015, la volatilidad de la demanda interna se redujo prácticamente a la mitad del valor observado en los 90 (véase Cuadro 8.1). Dicho fenómeno obedece, fundamentalmente, al comportamiento de la inversión, la cual mostró una dinámica mucho más favorable durante este lapso, en primer lugar, porque aceleró su crecimiento y, en segundo lugar, porque fue menos volátil (véase apartado 6.1). A diferencia de la FBK, la reducción de la volatilidad no se presentó con la misma intensidad en el caso de las importaciones (véase Cuadro 8.1). Así entonces, la inestabilidad de la demanda interna continúa asociada a la dinámica de las importaciones, las cuales, como se ha visto, han estado fuertemente ligadas a las fluctuaciones de la restricción externa y a las oscilaciones del tipo de cambio.

Cuadro 8.1. Volatilidad de los componentes del gasto interno (desviación estándar de las tasas de variación). Periodo 1990 – 2015

Agregado	Periodo		
	1990 – 2015	1990 – 1999	2000 – 2015
Demanda interna	4,10%	5,73%	2,28%
Consumo de producción nacional	1,81%	1,82%	1,77%
FBK	12,41%	17,21%	5,70%
Importaciones	12,44%	17,96%	7,06%

Fuente: elaboración propia con información del DANE

8.2. LA BRECHA DEL PIB Y EL CICLO ECONÓMICO COLOMBIANO

Una vez se abordó el examen de la influencia de los ciclos externos en el comportamiento de la demanda interna, la finalidad de este subapartado es mostrar las características del PIB colombiano durante el periodo de estudio de referencia. Para este propósito, el análisis se plantea en tres frentes: la brecha del PIB, el ciclo económico y la volatilidad del PIB.

³⁹⁰ Corresponde a la diferencia entre el consumo agregado y las importaciones. Dentro de este ejercicio, hay que tener en cuenta que una parte de los bienes importados se destina a la FBK. Por tanto, el consumo de producción nacional, que incluye tanto al sector privado como al público, no representa la totalidad del consumo final. De hecho, una parte correspondería a bienes intermedios y bienes de capital. De esta suerte, el único objetivo de tomar este indicador es separar la demanda interna de bienes producidos en el país frente a los bienes importados.

8.2.1. La brecha del PIB

Conceptualmente, la brecha del PIB representa la diferencia entre el PIB efectivo y la capacidad productiva de la economía (PIB potencial o capacidad instalada). La divergencia entre estas dos medidas se origina por diversas causas, que se pueden agrupar en dos grandes posturas: las de la oferta y las de demanda (véase apartado 1.2). Bajo un enfoque ortodoxo³⁹¹, la explicación más plausible en torno a la brecha del PIB estaría en los movimientos normales de la economía, en los cuales la producción simplemente se mueve alrededor de su tendencia (capacidad productiva) (véase Hayek, 1933; Samuelson, 1939; Burns y Mitchell, 1946; Hicks, 1950; Mankiw, 1989, 2014). No obstante, dadas las particularidades de los movimientos cíclicos en las economías en desarrollo (véase Agénor *et al.*, 2000; Taylor, 2001), donde las fluctuaciones de la actividad económica estarían asociadas fundamentalmente a perturbaciones exógenas (véase Taylor, 2001), la causa más importante para que persista la brecha del PIB se encuentra en los movimientos de la demanda agregada y, particularmente, del gasto interno³⁹².

Tal y como se pudo ver en el apartado 8.1, la diferencia entre la tasa de crecimiento de la demanda interna y la del PIB ha sido persistente en la economía colombiana durante el periodo de tiempo analizado, por lo cual, este fenómeno es fundamental para explicar la brecha del PIB. A la luz del marco teórico, dado que los *shocks* externos han estado detrás de los movimientos de la demanda interna, también son capaces de explicar la brecha del producto (véase Ffrench-Davis, 2010). De ahí la importancia de su estudio.

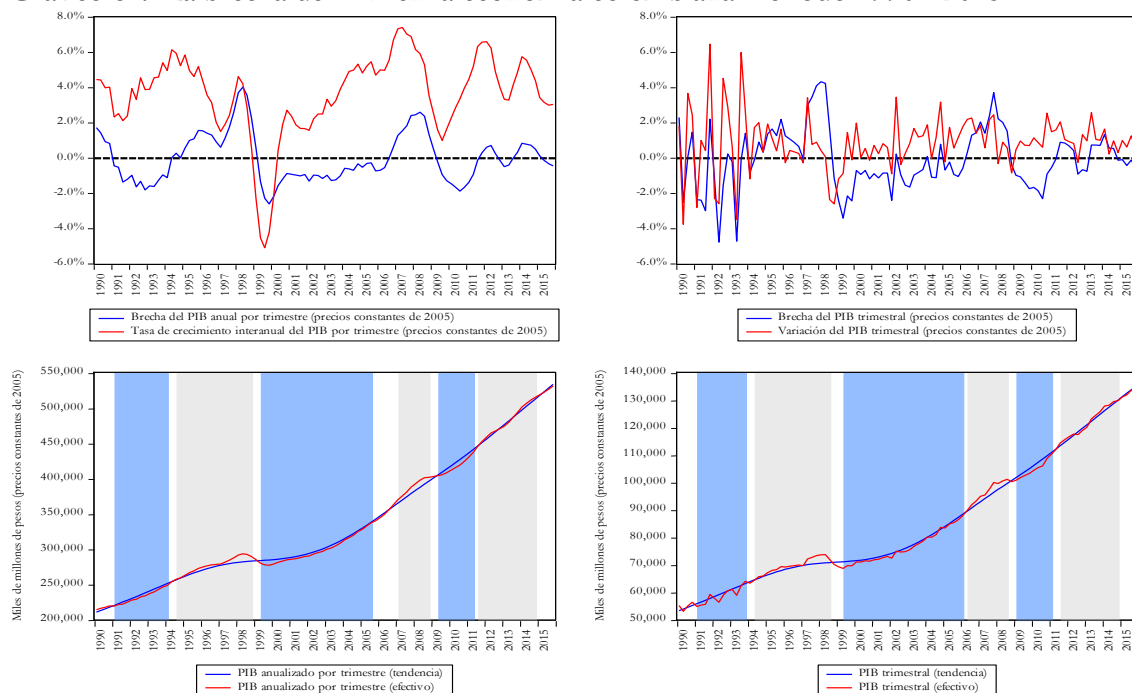
Como se puede observar en el Gráfico 8.4, las fases donde la economía colombiana reportó una brecha del PIB positiva corresponden a los periodos donde la demanda interna creció por encima de la tasa de expansión de la economía (véase también el subapartado 8.1). En contraste, los episodios donde el PIB efectivo se ubicó por debajo de su potencial, el gasto interno creció a un menor ritmo. Ahora bien, si se parte de la idea de que la dinámica de la demanda interna en Colombia ha estado fuertemente vinculada con los *shocks* externos, dicha relación también está mostrando la senda de la brecha del PIB. Así las cosas, como se advertía en el marco teórico, el efecto procíclico generado por los ciclos externos (comerciales y financieros) terminó afectando el uso de la capacidad instalada. En esta medida, la tasa de crecimiento del PIB quedó ligada a las fluctuaciones cíclicas de la demanda interna, que es el mecanismo indirecto a través del cual actúan los *shocks* externos.

El hecho de que exista la brecha del producto no implica, inicialmente, una anomalía en la economía. De facto, este fenómeno siempre se va a dar si se entiende el proceso cíclico que sigue la producción. Sin embargo, algo que caracteriza a las economías en desarrollo es, por una parte, la influencia de los *shocks* exógenos en las fluctuaciones cíclicas de la economía, y por otra, la asimetría en términos del tiempo que duran los periodos recesivos respecto al que lo hacen los periodos expansivos. De esta manera, lo que se ha planteado es que en estos países termina predominando el sesgo recesivo. Para aportar evidencia en este sentido, se calculó el número de periodos (trimestres) donde la brecha del PIB fue positiva y se comparó con los periodos donde la diferencia fue negativa.

³⁹¹ Aunque no es el objetivo de esta investigación, en este aspecto también hay que diferenciar la postura de los neokeynesianos y los autores de la llamada Nueva Macroeconomía Clásica.

³⁹² Dicho planteamiento está ligado a la posición expuesta por Kalecki (1954) en su visión del ciclo económico. Empero, la diferencia estaría en el rol que juegan los *shocks* externos.

Gráfico 8.4. La brecha del PIB en la economía colombiana. Periodo 1990 - 2015



Notas: las series trimestrales y anuales fueron encadenadas utilizando las tasas de variación en términos reales. En todos los casos, se utilizaron los valores desestacionalizados.

La tendencia del PIB (PIB potencial) se calculó con el filtro Hodrick-Prescott

Fuente: elaboración propia con información del DANE, el DNP y el Banco de la República

A partir del análisis de la trayectoria del PIB, se concluye que el número de eventos donde la brecha del producto de la economía colombiana fue positiva fue inferior a las fases donde fue negativa (véase Cuadro 8.2). Así las cosas, como lo advertía Ffrench-Davis (2005, 2008, 2009b, 2010, 2015) en el plano teórico, la economía colombiana no utilizó toda su capacidad productiva durante periodos muy largos de tiempo, lo cual significa un grave desequilibrio macroeconómico. El lapso más amplio donde se dio este fenómeno fue entre el cuarto trimestre de 1998 y el primer trimestre de 2006. Durante este subperiodo, la economía colombiana estuvo operando por debajo de su capacidad productiva (27 trimestres); lo que quiere decir que solamente en tres trimestres la brecha del PIB fue positiva. Dicha situación se modificó desde principios del 2006, donde la economía colombiana se vio beneficiada por los efectos de los *shocks* externos, reflejados en un incremento de los términos de intercambio y una mayor afluencia de capital (véase Capítulos 3 y 4).

En resumen, las tres fases donde la economía colombiana operó por encima de su capacidad (1994 – 1998, 2006 – 2008 y 2011 – 2014) estuvieron marcadas por los beneficios de los *shocks* externos (comerciales y financieros), cuya consecuencia principal, desde la óptica del gasto, fue un crecimiento de la demanda interna por encima del que reportó el PIB³⁹³. En contraste, los periodos donde se presentó una brecha del producto negativa, con excepción

³⁹³ En el marco teórico se afirmó que el rápido crecimiento de la demanda interna en los periodos expansivos es posible, fundamentalmente, por el mayor uso de la capacidad productiva instalada, que es la que queda al finalizar las fases expansivas, mas no por una ampliación de la misma. Ahora bien, a diferencia de lo planteado por Ffrench-Davis (2005, 2008, 2009b, 2010, 2015), en la economía colombiana, desde el año 2006 sí se da un crecimiento de la capacidad productiva. Cómo se mostró en el apartado 3.1 el hecho más destacable es la expansión de la de la inversión que pasó del 12% de PIB a finales de los noventa al 29% al finalizar el 2015. Ahora bien, el crecimiento real de la inversión solamente se dio desde el 2006, cuando se alcanzó el valor que se había tenido en 1995.

de los primeros años de los noventa, la dinámica de la economía colombiana se vio afectada por los cambios en los ciclos externos³⁹⁴.

Cuadro 8.2. Brecha del PIB por subperiodos (1990 – 2015)

Periodo	Indicador	PIB trimestral		PIB trimestral anualizado	
		No. de periodos	%	No. de periodos	%
1990 - 2015	Brecha del PIB -	59	56,7%	58	55,8%
	Brecha del PIB +	45	43,3%	46	44,2%
1990 - 1999	Brecha del PIB -	18	45,0%	16	40,0%
	Brecha del PIB +	22	55,0%	24	60,0%
2000 - 2015	Brecha del PIB -	41	64,1%	42	65,6%
	Brecha del PIB +	23	35,9%	22	34,4%

La brecha del PIB se calculó con el filtro Hodrick-Prescott

Fuente: elaboración propia con información del DANE, el DNP y el Banco de la República

8.2.2. El ciclo económico colombiano

El objetivo fundamental de este subapartado es mostrar algunas de las características del ciclo económico colombiano, donde el principal interés está en abordar el efecto que han generado los *shocks* externos. Dado que algunos de los aspectos ya fueron tratados en el subapartado anterior, estos no serán retomados.

Un primer paso dentro del análisis del ciclo económico es determinar su amplitud. Metodológicamente, dicho cálculo se hizo por medio de los puntos de inflexión o de quiebre. Es decir, se tomó el tiempo (en trimestres) comprendido entre el inicio de una fase recesiva (pico – valle³⁹⁵) hasta la finalización de la expansión (valle - pico). De este modo, la amplitud del ciclo viene dada por la suma, en tiempo, entre una fase recesiva más una expansiva, es decir, la distancia entre dos valles (valle – pico – valle). Para obtener los puntos de inflexión se utilizaron dos tipos de filtros: el de Hodrick-Prescott³⁹⁶ y el de paso de banda (desarrollado por Baxter y King, 1999)³⁹⁷. De todas maneras, como se observa en el Gráfico 8.5 y en el Cuadro 8.3, los resultados terminan siendo similares³⁹⁸.

³⁹⁴ A finales de los noventa, la característica más relevante fue la salida neta de capitales; en los años 2008 a 2010, lo que se presentó fue una disminución temporal de los flujos de IED, asociada a la incertidumbre generada por la crisis financiera de varias economías desarrolladas; y desde mediados del 2014 hasta el 2015, lo que se pudo observar es el efecto de la caída de los términos de intercambio. De este modo, el efecto de los *shocks* externos en la economía colombiana resulta bastante evidente.

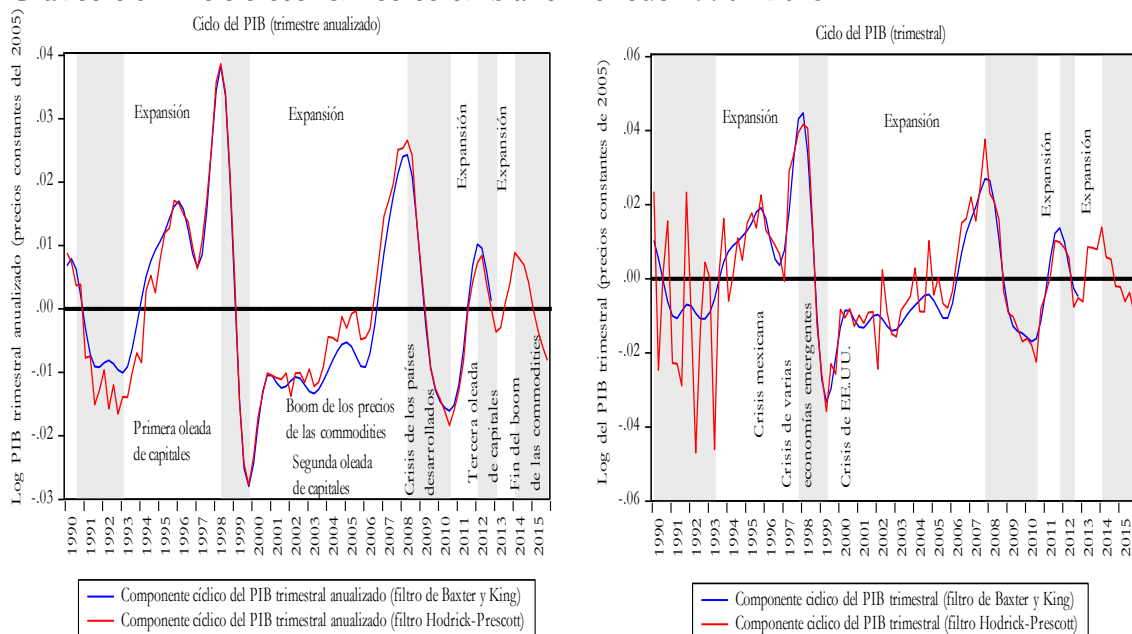
³⁹⁵ Un pico corresponde al punto máximo del periodo de expansión. Un valle se entiende como el punto mínimo del periodo recesivo. Para determinar que hay una expansión o una recesión se requieren, como mínimo, dos trimestres consecutivos donde el ciclo del PIB muestre valores positivos o negativos, respectivamente.

³⁹⁶ Dado que la frecuencia de los datos es trimestral, el parámetro de suavización lambda (λ) que se tomó para los cálculos fue de 1600.

³⁹⁷ Para ver las diferencias entre estos dos métodos, véase Baxter y King (1999).

³⁹⁸ Es importante advertir que en la última parte del subperiodo estudiado no se pudo obtener los datos del ciclo por el método de bandas debido al truncamiento de algunos datos. Al respecto, véase Baxter y King (1999).

Gráfico 8.5. El ciclo económico colombiano. Periodo 1990 - 2015



Nota: las zonas sombreadas indican la distancia entre un pico y un valle

Fuente: elaboración propia con información del DANE, el DNP y el Banco de la República

Al igual que en el análisis de la brecha del PIB, los cálculos fueron realizados utilizando tanto los datos trimestrales como los anuales (trimestre anualizado). Como se observa en el Gráfico 8.5, a pesar de que hay algunas diferencias, especialmente porque las variaciones trimestrales tienden a ser mayores que los datos anualizados, los resultados generales se muestran uniformes.

En términos de la amplitud, lo que se puede ver en el Gráfico 8.5 y el Cuadro 8.3 es que hay dos ciclos largos y dos ciclos cortos³⁹⁹. Los ciclos “largos” corresponden a las décadas de los noventa y los 2000, respectivamente. El primero inicia con un crecimiento relativamente bajo a principios de los 90 que posteriormente se aceleró entre los años 1993 y 1994. Dicho fase terminó con la crisis de 1999⁴⁰⁰. La amplitud de este ciclo fue de 28 trimestres. Ya en la década de los 2000, la tasa de expansión fue baja y solamente se aceleró a partir del año 2006. En consecuencia, este segundo ciclo inició con la crisis de 1999 y culminó hacia finales del 2008, con los efectos derivados de la crisis económica y financiera de varios países desarrollados. La duración de este ciclo fue de 39 trimestres.

Los dos ciclos cortos se presentaron en los últimos años del periodo de tiempo analizado (véase Cuadro 8.3). El primero, que se ubica entre los años 2010 al 2012, es una respuesta a la crisis de los países desarrollados que se dio hacia el año 2008. Dado que los efectos sobre los países en desarrollo fueron temporales, algo que también sucedió en Colombia, la fase de expansiva prácticamente no se vio afectada. La amplitud de este ciclo fue de 11 trimestres

³⁹⁹ Como se puede ver en el Cuadro 8.3, a partir del filtro Hodrick-Prescott, se pudieron extraer cuatro ciclos completos. En contraste, con el filtro de Baxter-King, solamente se obtuvieron dos. Esta situación se debe a la metodología usada en este último caso, donde una parte de los datos de la serie (los extremos) fueron removidos (véase Baxter y King, 1999). En términos metodológicos, se podría discutir que las dos últimas fases representen realmente un ciclo económico, puesto que su duración es muy corta (expansiones y/o recesiones de un año y medio, aproximadamente).

⁴⁰⁰ Para un análisis detallado de los ciclos económicos en Colombia durante el siglo XX, véase Posada (1999). El estudio de los ciclos económicos de la última parte del siglo XX y los primeros años de la década de los 2000 se pueden ver en Arango *et al.* (2008) y Alfonso *et al.* (2013).

(véase Cuadro 8.3). El segundo ciclo, que se dio entre los años 2013 y 2014, representa la última fase donde la economía se benefició por los efectos de los *shocks* externos, y particularmente de los términos de intercambio. Así, la fase decreciente de este ciclo representa el inicio de un lapso de desaceleración para la economía colombiana, cuyas señales se observaron desde finales del año 2014 e inicios del 2015. La duración de este ciclo fue de 11 trimestres⁴⁰¹.

Cuadro 8.3. Cronología de los ciclos económicos colombianos. Periodo 1990 – 2015

PIB trimestral anualizado						
Filtro	Valle (trimestre)	Pico (trimestre)	Valle (trimestre)	Expansión (trimestres)	Recesión (trimestres)	Amplitud del ciclo (trimestres)
Paso de banda (Baxter y King)	ND	1990Q2	1993Q1	ND	7	ND
	1993Q1	1998Q2	1999Q4	21	6	27
	1999Q4	2008Q2	2010Q3	30	9	39
	2010Q3	2012Q1	ND	6	ND	ND
Hodrick- Prescott	ND	1990Q1	1992Q4	ND	6	ND
	1992Q4	1998Q2	1999Q4	22	6	28
	1999Q4	2008Q2	2010Q3	30	9	39
	2010Q3	2012Q2	2013Q1	7	4	11
	2013Q1	2014Q1	2015Q4	4	7	11
PIB trimestral						
Filtro	Valle (trimestre)	Pico (trimestre)	Valle (trimestre)	Expansión (trimestres)	Recesión (trimestres)	Amplitud del ciclo (trimestres)
Paso de banda (Baxter y King)	ND	1990Q1	1992Q4	ND	6	ND
	1992Q4	1998Q1	1999Q2	21	5	26
	1999Q2	2007Q4	2010Q2	30	10	40
	2010Q2	2011Q4	2012Q4	6	4	10
Hodrick- Prescott	ND	1990Q4	1992Q2	ND	6	ND
	1992Q2	1998Q1	1999Q2	23	5	28
	1999Q2	2007Q4	2010Q3	34	11	45
	2010Q3	2011Q3	2012Q3	4	4	8
	2012Q3	2014Q1	2015Q4	6	7	13

Nota: ND significa que el dato no está disponible. Para el periodo estudiado, se presenta por dos razones: en primer lugar, porque el año de partida no coincide con el inicio de un ciclo, y, en segundo lugar, porque el filtro de Baxter y King (1999) trunca los datos dejando por fuera los 12 trimestres finales.

Fuente: elaboración propia con información del DANE, el Banco de la República y el DNP

A partir de las consideraciones mencionadas, se colige que las distintas fases del ciclo económico colombiano durante el periodo de tiempo estudiado han estado marcadas por la influencia que han ejercido los *shocks* externos (véase Gráfico 8.5). Por ende, la presencia de la dominancia de la balanza de pagos en el comportamiento de la economía colombiana es manifiesta; algo que es consecuente con la hipótesis general de esta investigación.

⁴⁰¹ El último trimestre del año 2015 corresponde al punto mínimo de la fase de desaceleración de la economía colombiana. No obstante, si se toma una serie más larga, es posible que el punto de inflexión se ubique en un trimestre diferente. Por tanto, no se puede afirmar que este punto represente realmente un valle.

8.2.3. La inestabilidad macroeconómica y la volatilidad del PIB

Dentro del planteamiento teórico desarrollado en el Capítulo 2 se apuntó que una de las señales que reflejan los efectos negativos originados como consecuencia de la inestabilidad macroeconómica es la volatilidad de la producción. Además, se arguyó que dicho fenómeno representa un aspecto negativo en la medida en que afecta tanto el ciclo económico como el crecimiento de largo plazo (véase Ramey & Ramey, 1995; Loayza & Raddatz, 2007; Larraín y Parro, 2008; Ffrench-Davis, 2010; Pineda & Cárcamo-Díaz, 2013; Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015a).

Dada la relación entre los *shocks* externos y la persistencia de la inestabilidad macroeconómica en las economías en desarrollo, se infiere que los ciclos comerciales y los financieros no solamente hacen que la tasa de crecimiento económico termine siendo más baja, sino también que la dispersión de dicha tasa sea mayor⁴⁰² (véase, por ejemplo, Titelman *et al.*, 2008). Para aportar evidencia empírica en este sentido, el propósito de este subapartado es estudiar la volatilidad del PIB.

Desde el punto de vista metodológico, hay varios mecanismos para evaluar la volatilidad del PIB (véase Cárcamo-Díaz y Pineda, 2014; Fuentes, 2014). No obstante, dentro de esta investigación, se utilizaron dos indicadores: la desviación estándar y el coeficiente de variación⁴⁰³. Las variables sobre las cuales se hicieron los cálculos fueron el PIB y el PIB per cápita. En el primer caso, los datos se tomaron tanto en términos trimestrales como anuales. En el segundo caso, el PIB per cápita se analizó tanto en PPA (precios internacionales de 2011) como en dólares constantes de 2010. Utilizando los dos indicadores mencionados, el análisis se hizo tanto para el periodo en su conjunto (1990 – 2015) como para los dos lapsos que se han venido comparando a lo largo de esta investigación (1990 – 1999 y 2000 – 2015).

A partir de los dos indicadores utilizados, se puede concluir que la volatilidad del PIB ha disminuido en el transcurso del periodo de tiempo analizado (véase Cuadro 8.4). Dicho comportamiento es homogéneo para todas las variables para las cuales se realizó este cálculo. El único caso donde el resultado es diferente corresponde al coeficiente de variación para el PIB trimestral (anualizado).

Ahora bien, a pesar de que los resultados dejan ver una reducción de la volatilidad en el subperiodo 2000 – 2015, comparado con el lapso 1990 – 1999, hay que tener en cuenta la influencia del comportamiento del PIB a finales de la década de los 90. Así pues, la caída que mostró el PIB en el año 1999, y el comportamiento de esta variable en los trimestres previos, desde luego, terminó impactando en el nivel de volatilidad de esta variable; algo que también se transmitió al PIB per cápita.

Con el objetivo de hacer un análisis temporal mucho más amplio, y de este modo hacer comparaciones, los cálculos también incluyeron la década de los 80 (véase Cuadro 8.4). Al respecto, vale recordar que, aunque en este periodo no se dio un comportamiento recesivo en la economía colombiana, como sí sucedió en otros países latinoamericanos, la primera mitad de los 80 mostró una dinámica muy exigua en términos de crecimiento económico.

⁴⁰² Aunque al final hay una relación estrecha entre los dos fenómenos.

⁴⁰³ No se utilizó el método de episodios del PIB porque, en el periodo de investigación analizado, la economía colombiana ha reportado muy pocos eventos donde la tasa de crecimiento sea negativa, con lo cual, el examen por esta vía sería poco fructífero.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos para el lapso 1980 - 1989, tanto para el coeficiente de variación como para la desviación estándar, y tomando las variables tanto en niveles como en su componente cíclico, si bien es cierto que la década de los 90, nuevamente, es la de mayor volatilidad, no se puede concluir que la reducción de la dispersión del PIB a partir de los 2000 haya sido tan contundente.

En el caso del PIB trimestral (en niveles), aunque la volatilidad tendió a disminuir (medida por el coeficiente de variación), el resultado de este indicador para el lapso 1990 – 2015 continúa siendo superior al reportado entre 1980 y 1989. Si se toma el componente cíclico de esta variable, aunque se observa una reducción de la volatilidad, las diferencias no terminan siendo tan significativas (véase Cuadro 8.4).

Cuadro 8.4. Volatilidad del PIB. Periodo 1990 – 2015

Variable	Indicador							
	Desviación estándar (variaciones porcentuales)				Coeficiente de variación (variaciones porcentuales en términos absolutos)			
	1980 – 1989	1990 – 1999	2000– 2015	1990 - 2015	1980- 1989	1990 – 1999	2000 - 2015	1990 – 2015
PIB trimestral (precios constantes de 2005)	2,95%	2,3%	0,88%	1,60%	0,599	0,838	0,674	0,841
Componente cíclico del PIB trimestral	2703%	1276%	364%	843%	3,77	2,78	2,43	3,19
PIB trimestral anualizado (precios constantes de 2005)	1,50%	2,7%	1,88%	2,28%	0,435	0,336	0,422	0,395
Componente cíclico del PIB trimestral anualizado	82%	138%	790%	628%	1,39	1,62	3,99	4,18
PIB anual (precios constantes de 2005)	1,46%	2,8%	1,59%	2,24%	0,430	0,975	0,381	0,396
Componente cíclico del PIB anual	6914%	165%	285%	3667%	2,74	0,96	1,90	1,66
PIB per cápita (dólares constantes de 2010)	1,50%	2,8%	1,57%	2,32%	0,659	0,721	0,519	0,596
PIB per cápita en PPA (precios internacionales de 2011)	ND	2,8%	1,57%	2,34%	ND	0,782	0,519	0,612

El componente cíclico del PIB se calculó utilizando el filtro Hodrick-Prescott

Fuente: elaboración propia con información del DANE, el Banco de la República y el Banco Mundial

Los resultados anteriormente mencionados son similares a los que se pudo obtener para las variaciones interanuales por trimestres. Incluso, en el caso del coeficiente de variación y la desviación estándar del componente cíclico del PIB, lo que se indica es que la volatilidad realmente se ha incrementado. La única situación donde se podría decir que hay una relativa estabilidad es en el coeficiente de variación de la tasa de expansión del PIB tomada en niveles (véase Cuadro 8.4).

Respecto al comportamiento del PIB en términos anuales, la desviación estándar muestra un incremento de la volatilidad a partir de la década de los 90. En el caso del coeficiente de variación, si bien es cierto que no se puede concluir lo mismo, tampoco se puede decir que la dispersión de las tasas de crecimiento se haya reducido significativamente. En contraste, tomando las variaciones del componente cíclico del PIB, se puede concluir que la volatilidad del periodo 1990 – 2015 es inferior al lapso 1980 – 1999. Empero, a diferencia de las otras medidas mencionadas anteriormente, entre los años 2000 y 2015, al final, el grado la volatilidad de las tasas de crecimiento del PIB terminó incrementándose (véase Cuadro 8.4).

A partir de los resultados encontrados en este epígrafe, se puede concluir que, en el periodo de profundización de la apertura económica, no se ha reducido la volatilidad de la tasa de crecimiento de la economía colombiana. Y aunque los datos mostraron cierta disminución de la tasa de dispersión en el subperiodo 2000 – 2015 respecto a la década de los 90, en un análisis de largo plazo no se puede afirmar que Colombia haya mejorado en este aspecto. En consecuencia, la volatilidad de la producción es un fenómeno que sigue persistiendo en la economía colombiana.

8.3. LA VULNERABILIDAD EXTERNA DE COLOMBIA: UN ANÁLISIS COMPARATIVO

En el desarrollo de esta investigación se ha venido aportando evidencia empírica que muestra la relación entre los *shocks* externos y la inestabilidad de la economía colombiana. En la línea del objetivo general de esta Tesis, se ha podido ver los mecanismos a través de los cuales los ciclos comerciales y los financieros han generado una serie de desequilibrios macroeconómicos, tanto internos como externos, cuyo resultado final se ha visto reflejado en el comportamiento del PIB.

Bajo los argumentos teóricos presentados en el Capítulo 2, la inestabilidad macroeconómica es la forma como se manifiesta la VM. A partir de esta relación, fue posible establecer el vínculo entre la VM y la dinámica del PIB durante el periodo de tiempo estudiado. Ahora bien, a pesar de que se ha expuesto una serie de elementos que muestran la evolución de la VM de Colombia, también se podría avanzar en el campo de la medición. En este sentido, hay una gran cantidad de propuestas para la cuantificación de la VM, pudiendo establecer una comparación tanto en términos temporales como entre los diferentes grupos de países (véase Briguglio, 1995, 2014; Atkins *et al.*, 1998; Guillaumont, 1999, 2010, 2016; Montalbano, 2011; Bates *et al.*, 2014; Angeon & Bates, 2015; Abeles y Valdedantos, 2016; Valdecantos, 2016). Con todo, al haber grandes diferencias en la conceptualización de la VM, tal como se pudo ver en el apartado 1.1, los métodos de medición también son disímiles. De cualquier forma, avanzar en este campo se muestra como una tarea de gran relevancia.

Guillaumont (2016) justifica la necesidad de medir la VM a partir de varios aspectos: en primer lugar, porque es una herramienta que se puede utilizar para la asignación de recursos en el contexto internacional, que bien podría ser por medio de la Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD) y, en segundo lugar, porque hay necesidad de identificar indicadores de riesgo de crisis, aunque advierte que esta tarea es muy compleja⁴⁰⁴.

Desde aquellos enfoques que asocian la VM con episodios de crisis financieras (cambiarias, bancarias o de deuda), la medición de la VM es necesaria debido a que permite identificar las

⁴⁰⁴ Sobre la utilidad de este tipo de índices, véase Briguglio y Galea (2003) y Briguglio *et al.* (2009).

variables que pueden anticipar un escenario de crisis, que puede ser financiera o real (FMI, 1998, 2010, 2011; Kaminsky *et al.*, 1998; Ghosh y Ghosh, 2003; Frankel y Saravelos, 2012).

En la tradición estructuralista y neoestructuralista, las propuestas para la medición de la VM son muy escasas; a pesar de ser un concepto muy utilizado dentro de estos enfoques (véase, por ejemplo, Prebisch 1949; Ocampo, 2011; CEPAL, 2012). Como se advirtió en los apartados 1.1 y 1.3, desde el enfoque neoestructuralista, la VM de un país se explica tanto por factores estructurales como coyunturales que afectan el grado de exposición al cual están sometidas sus economías ante la ocurrencia de *shocks* externos, lo que al final termina incidiendo en la dinámica de sus principales agregados macroeconómicos. De esta manera, el objetivo no es evaluar la probabilidad de que se presente una crisis, sino determinar los efectos derivados de un evento exógeno en las variables reales y los precios macroeconómicos fundamentales.

Con el objetivo de avanzar en el campo de la medición de la vulnerabilidad externa, Abeles y Valdecantos (2016) y la CEPAL (2016) proponen dos indicadores que reflejarían el grado de exposición de un país ante la ocurrencia de los *shocks* externos. Las causas estructurales de la vulnerabilidad estarían determinadas por la especialización productiva de cada país (inserción comercial), el grado y composición del endeudamiento externo y la acumulación de reservas internacionales (Abeles y Valdecantos, 2016). Para los autores, dichos factores “resultan de una serie de circunstancias histórico-estructurales que determinan el tipo de riesgos a los que las economías de la región están expuestas” (p.19).

Así entonces, el objetivo de este subapartado es examinar la evolución de la vulnerabilidad externa de la economía colombiana durante el periodo de tiempo de referencia de esta investigación. Además, se realiza una comparación de los resultados obtenidos para Colombia con respecto a otros países, enfatizando, desde luego, en el contexto sudamericano. Para este propósito, se utiliza la propuesta de Abeles y Valdecantos (2016) y de la CEPAL (2016). Esta decisión se toma por dos razones: en primer lugar, porque, como se verá más adelante, las variables que se utilizan para los cálculos corresponden a aspectos estructurales de la VM, los cuales ya se han evaluado dentro de este estudio. Y, en segundo lugar, porque la información disponible permite hacer contrastes entre países. Además, dicha propuesta está ligada a los planteamientos estructuralistas y neoestructuralistas, que es donde están las principales referencias teóricas de esta investigación.

Abeles y Valdecantos (2016, p.19) y la CEPAL (2016) definen dos indicadores de vulnerabilidad externa: uno real y otro financiero. De acuerdo a esta propuesta, las vulnerabilidades reales de un país vendrían determinadas por las fluctuaciones de los términos de intercambio y/o la variación en el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales de cada país. Por su parte, las vulnerabilidades financieras estarían asociadas a las fluctuaciones de los flujos de inversión externa (de corto y largo plazo). Por tanto, la vulnerabilidad externa depende del grado de concentración de la estructura exportadora y la cantidad de socios comerciales, así como del apalancamiento externo. Este último factor determinaría la exposición de un país frente a las interrupciones repentinas de los flujos financieros internacionales o los cambios en las condiciones de financiación (tasas de interés) (Abeles y Valdecantos, 2016, p.20; CEPAL, 2016).

De acuerdo a la propuesta de Abeles y Valdecantos (2016, p.19) y la CEPAL (2016), los indicadores de vulnerabilidad externa se calcularían de la siguiente manera:

El indicador de vulnerabilidad real (*VR*) vendría dado por la ecuación 8.3.1.

$$VR_t^i = \max \left(\frac{X_t^{Pi}}{Créditos_t^{CAi}}; \frac{X_t^{Mi} + X_t^{Vi} + R_t^i}{Créditos_t^{CAi}} \right) \quad [8.3.1]$$

De donde:

X^P : Exportaciones intensivas en recursos naturales

X^M : Exportaciones de manufacturas

X^V : Exportaciones de servicios turísticos (viajes)

R: Recepción de remesas

$Créditos^{CA}$: Créditos de la cuenta corriente (la suma de ingresos de divisas por todo concepto, incluidas las exportaciones de bienes, servicios y remesas).

Para obtener el indicador de VR se toma el porcentaje más alto que resulta del cociente entre las exportaciones de bienes primarios y la suma de los productos manufacturados, los servicios turísticos y las remesas, ambos divididos entre los créditos totales de la cuenta corriente. De esta forma, cuanto más alto sea dicho resultado, mayor es el nivel de vulnerabilidad real. Al respecto, es importante advertir que la vulnerabilidad externa de un país se genera tanto por la mayor concentración de las exportaciones en bienes de origen primario como por la dependencia de las remesas, así como de actividades turísticas y, en el caso de las manufacturas, de los bienes relacionados con procesos como los de ensamblaje o maquila, donde el valor agregado tiende a ser muy bajo (Abeles y Valdecantos, 2016, p.19; CEPAL (2016).

Frente al indicador de vulnerabilidad financiera (VF), se proponen dos opciones. En la primera, la VF se calcula siguiendo la ecuación 8.3.2.

$$VF_t^i = \frac{IC_t^i + IED_t^i - Reservas_t^i}{PIB_t^i} \quad [8.3.2]$$

De donde:

IC = Pasivos del *stock* de inversiones de cartera

IED = Pasivos del *stock* de inversión extranjera directa

Reservas = *Stock* de reservas internacionales del banco central

PIB_t^i = Producto Interno Bruto.

Dado que el *stock* de inversión de cartera (IC) no está disponible para todos los países, esta variable se puede reemplazar por el *stock* de deuda externa pública (Abeles y Valdecantos, 2016, p.20; CEPAL, 2016). De esta forma, el indicador de VF también se puede expresar de la siguiente manera:

$$VF_t^i = \frac{DEP_t^i + IED_t^i - Reservas_t^i}{PIB_t^i} \quad [8.3.3]$$

De donde:

DEP: *stock* de deuda externa pública bruta.

De acuerdo al indicador de VF, en cualquiera de las dos propuestas, la vulnerabilidad externa de un país será mayor cuanto más alto es el nivel de apalancamiento externo, medido por la ratio entre el *stock* de la deuda externa pública (o la IC) y el *stock* de IED con respecto al PIB. En contraste, la VF se reduce cuanto mayor es la ratio entre el *stock* de reservas internacionales y el PIB. En este caso, se supone que, al incrementarse las reservas internacionales, el grado de exposición de la economía de un país ante episodios de salida masiva de capitales es menor.

Una vez se expusieron las principales referencias respecto al método de cálculo de los indicadores de vulnerabilidad externa, en adelante, se presentan los resultados encontrados. Para este ejercicio, se tomó la información de un grupo de países con los cuales se puede hacer comparaciones. La escogencia de los mismos fue arbitraria, y se hizo teniendo en cuenta varios factores: en primer lugar, la estructura de inserción comercial, tomando aquellos casos donde las características sean muy próximas a la economía colombiana; en segundo lugar, la proximidad geográfica, donde se hace el contraste con los países sudamericanos; y por último, se tomaron algunos países donde del modelo de especialización productiva es totalmente diferente al caso colombiano, como sucede con India y Turquía.

Los datos⁴⁰⁵ se recopilaron para cinco países sudamericanos (Colombia, Chile, Argentina, Brasil, Uruguay), dos centroamericanos (Costa Rica y Jamaica), cuatro asiáticos (India, Turquía, Arabia Saudita e Indonesia) y tres africanos (Nigeria, Botswana y Argelia). A pesar de que la información requerida para el cálculo de los indicadores de vulnerabilidad externa está disponible para la mayoría de países, en algunos casos se presentaron dificultades para su recopilación. Los principales inconvenientes estuvieron en la información del *stock* de inversión de cartera (IC), ya que la mayor parte de los datos están disponibles desde el año 2000 en adelante. En estos casos, siguiendo la propuesta de Abeles y Valdecantos (2016) y la CEPAL (2016), se utilizó el *stock* de deuda externa pública. También se encontraron algunas limitaciones con los datos de exportaciones de bienes primarios y bienes manufacturados. En el caso de los países de AL, el dato lo proporciona la CEPAL a partir de la base de datos de la COMTRADE. Para el resto de países, la información no está disponible⁴⁰⁶. Ante esta situación, se optó por sumar las exportaciones de alimentos, minerales y combustibles (respecto del total de exportaciones de mercaderías). En el caso de las manufacturas, el cálculo se hizo utilizando la proporción de las mismas con respecto al total de exportaciones de mercaderías⁴⁰⁷.

Resultados

Una vez se realizó el cálculo de los indicadores de vulnerabilidad externa, lo que se encontró fue que tanto la Vulnerabilidad Real (VR) como la Vulnerabilidad Financiera (VF) se incrementaron en la mayoría de los países seleccionados⁴⁰⁸ (véase Cuadro 8.5). En el contexto sudamericano, Colombia, después de Chile, fue el país que reportó mayores variaciones (positivas) en los dos indicadores.

Respecto al caso colombiano, los datos reportados en el Cuadro 8.5 dejan ver dos características de la vulnerabilidad externa de este país: en primer lugar, muestran que dicho

⁴⁰⁵ Las cifras utilizadas para cada una de las variables que hacen parte de los dos indicadores de referencia se tomaron en dólares corrientes.

⁴⁰⁶ Los datos se pueden encontrar en la web de la UNCTAD, pero solamente a partir de 1995. Se decidió trabajar con las estadísticas del Banco Mundial para poder homogeneizar la información de todo el periodo.

⁴⁰⁷ La información se encuentra disponible en la base de datos del Banco Mundial (WDI)

⁴⁰⁸ Por número de países.

fenómeno ha sido relevante para esta economía en comparación con el resto de países seleccionados y, en segundo lugar, dejan ver que hay un incremento tanto de la vulnerabilidad real como de la vulnerabilidad financiera. Desde luego, para un mayor entendimiento de estos indicadores, es necesario profundizar en los componentes que hacen parte de los mismos. Con este propósito, en adelante, se realiza un análisis por separado tanto de la VR como de la VF. Al final se presenta el resultado conjunto.

Cuadro 8.5. Variación de la vulnerabilidad externa (2000 - 2015 respecto a 1990 – 1999)

Vulnerabilidad real (VR)	Vulnerabilidad financiera (VF)
830,28% Botswana	176,63% Sudáfrica
43,30% Nigeria	167,33% Chile
35,09% Sudáfrica	147,68% Uruguay
20,14% Turquía	103,38% Turquía
15,23% Costa rica	84,82% Colombia
9,67% Chile	82,86% Brasil
8,41% Colombia	56,72% Argentina
6,43% Jamaica	24,29% Jamaica
3,10% Argelia	16,19% Costa rica
2,67% Argentina	-38,50% Indonesia
-2,48% Indonesia	-76,51% Nigeria
-7,41% Brasil	-94,75% India
-11,31% Uruguay	-101,10% Botswana
-18,58% India	-200,06% Argelia

Fuente: elaboración propia con información del Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

8.3.1. Vulnerabilidad real

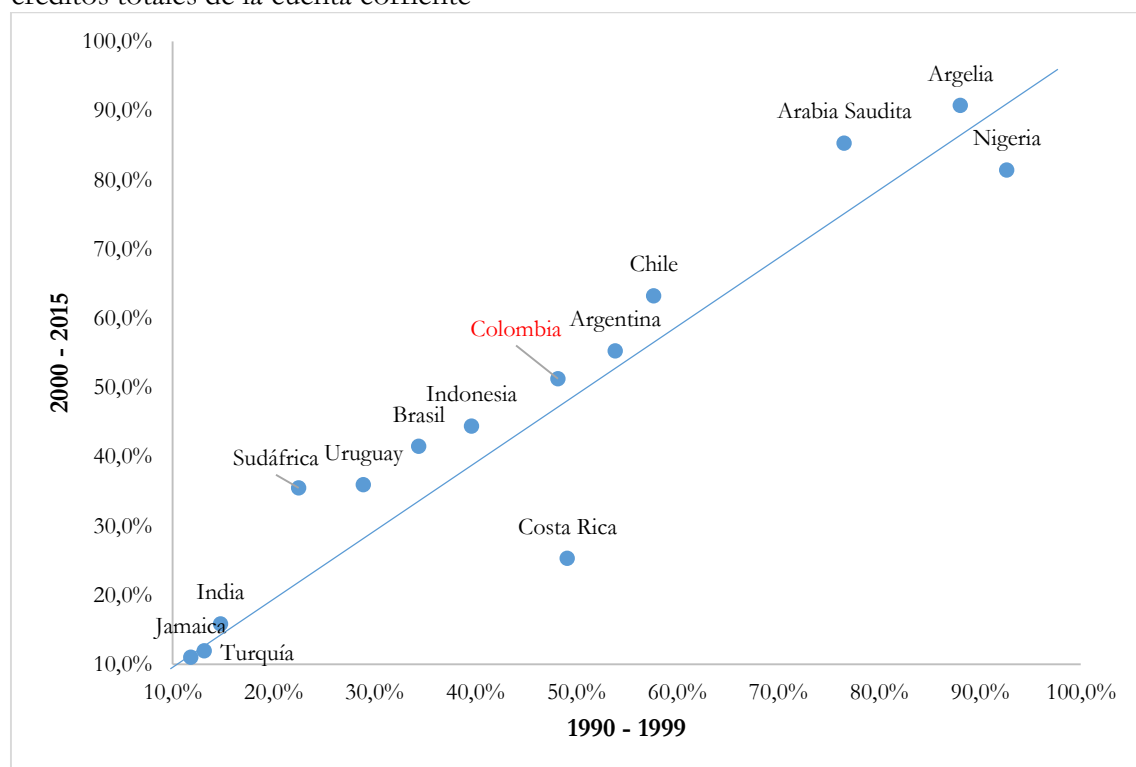
Como se mencionó al inicio de este apartado, la VR de un país se puede incrementar tanto por el aumento del peso de los bienes primarios dentro de los créditos de la cuenta corriente como por el mayor peso de los ingresos derivados de las remesas, del turismo o de las manufacturas.

A partir de los datos encontrados para este indicador, se concluye que el crecimiento de la VR en los países sudamericanos se dio, fundamentalmente, por la mayor participación de los bienes primarios dentro de la estructura de las exportaciones; la cual se fortaleció desde mediados de la década de los 2000. Fruto del comportamiento de este tipo de ingresos, se pudo observar una reducción de la participación de las manufacturas, servicios turísticos y remesas. Este fenómeno también se dio en un país como la India, donde las manufacturas tienen un peso significativo dentro de la estructura de exportaciones. Algo similar sucedió con Brasil, Costa Rica, India y Turquía.

En el Gráfico 8.6 se presenta un comparativo de la participación de los ingresos por exportaciones de bienes primarios en los créditos totales de la cuenta corriente, donde se puede visualizar las diferencias entre los subperiodos 1990 – 1999 y 2000 – 2015. Cuando el indicador se ubica por encima de la diagonal significa que hay un mayor peso respecto al periodo previo.

Como se puede observar en el Gráfico 8.6, Colombia incrementó la participación de los ingresos derivados de las exportaciones de bienes primarios dentro de los créditos totales de la cuenta corriente, pasando de un porcentaje del 48.2% entre 1990 y 1999 al 51.3% entre 2000 y 2015. Incluso, durante el periodo del *boom* de las *commodities* (2005 – 2013), dicho indicador se ubicó en el 53.7%. A partir de estos resultados, queda claro que en la economía colombiana ha prevalecido un modelo de inserción comercial basado en bienes primarios, cuyos elementos específicos fueron estudiados en el Capítulo 4. Dentro de los países seleccionados, a Colombia solamente la superan algunos países con una estructura muy concentrada en este tipo de bienes (Arabia Saudita, Argelia y Nigeria) y dos países sudamericanos con modelo de especialización productiva bastante similar, especialmente en el caso de Chile.

Gráfico 8.6. Participación de los ingresos por exportaciones de bienes primarios en los créditos totales de la cuenta corriente



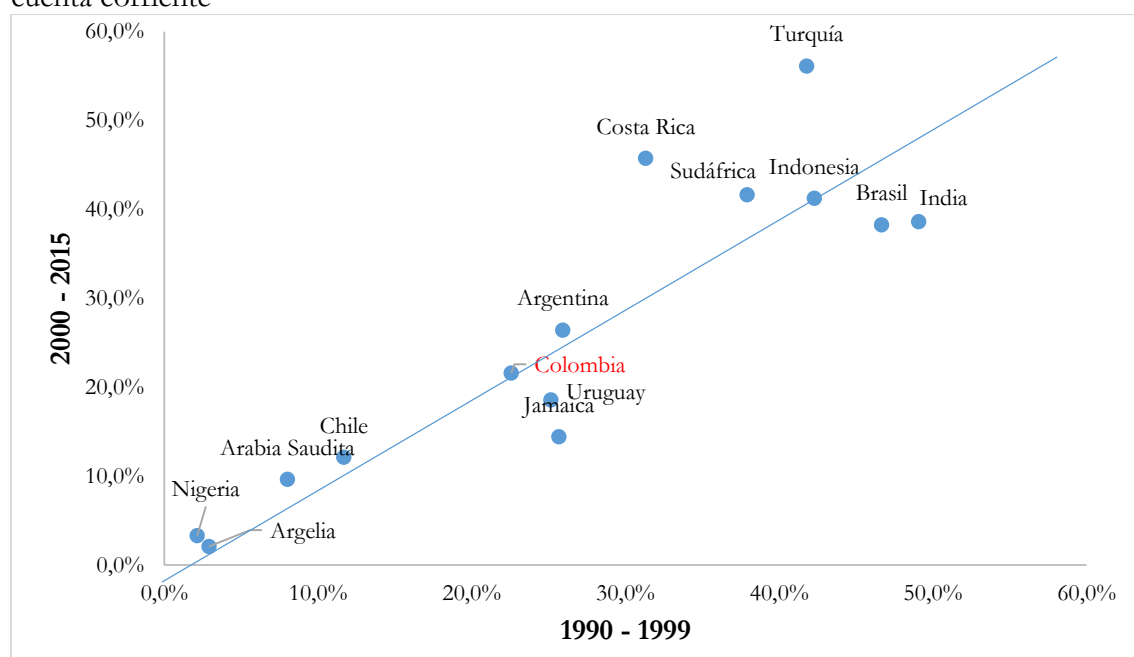
Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

Respecto al segundo indicador de VR, donde se incorporan los ingresos de las exportaciones de manufacturas, los servicios de turismo y las remesas, lo que se hizo fue separar los datos de cada una de las variables con el fin de tener una mejor lectura de los mismos.

En el primer caso, hay una crítica en la construcción del indicador puesto que este no diferencia el tipo de manufacturas. Así, aunque se entiende que desde la CEPAL lo que se intentó fue mostrar la dependencia de algunos países, especialmente los centroamericanos, respecto a determinados tipos de bienes industriales que se exportan, pero que tienen un bajo contenido agregado, esto no va a suceder con todos los casos, como pasa con Colombia. Dentro de esta investigación, el mayor peso de las manufacturas se puede entender como un avance hacia la diversificación de las exportaciones, que además permitiría, en el caso en que ocurra, reducir la participación de los bienes primarios dentro de la estructura de inserción comercial.

Realizada esta aclaración, se determinó la participación de los ingresos derivados de las exportaciones de manufacturas en los créditos totales de la cuenta corriente para el conjunto de países analizados. Como se puede observar en el Gráfico 8.7, la mitad de los países seleccionados redujeron dicha ratio, y los que la aumentaron lo hicieron en un porcentaje mínimo. En el caso colombiano sucedió algo similar, aunque no hay mayores cambios en los dos subperiodos analizados. Así, Colombia pasó de una ratio del 22.6% en el subperiodo 1990 – 1999 a un porcentaje del 21.6% entre 2000 y 2015; que se redujo hasta el 14.9% entre 2010 y 2015. A partir de estos resultados, nuevamente, se concluye que Colombia no ha mostrado cambios relevantes en su modelo de inserción comercial.

Gráfico 8.7. Participación de los ingresos por manufacturas en los créditos totales de la cuenta corriente



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

El análisis de las exportaciones de manufacturas también se puede hacer a partir de su clasificación por categorías tecnológicas⁴⁰⁹ y aquellas que se están basadas en recursos naturales⁴¹⁰ (véase Lall, 2000). Dicha información es importante porque da cuenta del tipo de manufacturas que está exportando un país, lo cual permite profundizar en la evaluación del modelo de inserción comercial de cada economía. Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, el tránsito hacia las exportaciones de manufacturas con un mayor contenido tecnológico indica el camino correcto hacia la reducción de la VM.

Por categorías tecnológicas, el cambio más relevante que se dio en el subperiodo 1995 – 2015 para el conjunto de países analizados es la mayor participación de las manufacturas de

⁴⁰⁹ La UNCTAD clasifica las exportaciones de manufacturas (diferentes a las que están basadas en recursos naturales) en tres categorías tecnológicas: tecnología baja, tecnología media y tecnología alta (véase Lall, 2000). Las exportaciones de tecnología baja se dividen en dos grupos: textiles, prendas de vestir y calzado, y otros productos. Las exportaciones de tecnología media se agrupan en: automotriz, procesos e ingeniería. Las exportaciones de tecnología alta se agrupan en: eléctricas y electrónicas, y otras.

⁴¹⁰ Este grupo se divide en productos basados en la agricultura y forestería, y productos basados en otros recursos, como los minerales, el petróleo, caucho, cemento etc. (véase Lall, 2000).

tecnología media, en detrimento de las exportaciones de tecnología baja (véase Cuadro 8.6). De hecho, mientras en 1995 las exportaciones de tecnología baja representaban el 51.6% de este grupo, en el año 2015 dicho porcentaje fue del 28.9%. En contraste, los porcentajes para las manufacturas de tecnología media fueron del 42% y 57.7%, respectivamente. Dentro de la categoría de manufacturas de tecnología media, el mayor peso está en las industrias de procesos⁴¹¹, que representaron, en promedio, el 50% del total en el lapso mencionado.

Con relación a las manufacturas de tecnología alta, se resalta el incremento de la participación de las mismas dentro de las exportaciones totales (véase Cuadro 8.6); algo que representa un aspecto positivo. Así, se pasó de un promedio del 6.5% en 1995 a un 13.4% en el año 2015. No obstante, y como característica común de los países analizados, el peso de este tipo de manufacturas dentro de la estructura total continúa siendo bajo; incluso en países como la India, Turquía o Brasil.

La economía colombiana no fue ajena al fenómeno descrito hasta el momento. Este país pasó de exportar el 52.7% en bienes de tecnología baja⁴¹² en 1995 a un 29.6% en el 2015 (véase Cuadro 8.6). Por el contrario, para las manufacturas de tecnología media los porcentajes fueron del 41.7% y 58.3%, respectivamente. En el caso de las manufacturas de tecnología alta, se pasó de un porcentaje del 5.6% en 1995 al 12.1% en el 2015. No obstante, a diferencia de la información encontrada para el resto de países, donde la mayor participación está dada en las manufacturas relacionadas con productos eléctricos y electrónicos, en la economía colombiana se destaca el grupo de productos farmacéuticos, aeroespaciales, instrumentos ópticos de medición, y cámaras.

Teniendo en cuenta la clasificación de Lall (2000), quedan por evaluar aquellas exportaciones manufactureras que están basadas en recursos naturales, puesto que éstas no quedan clasificadas en ninguna de las categorías tecnológicas que se mencionaron anteriormente. Para los quince países analizados, la participación de este tipo de bienes representó, en promedio, el 53% de las exportaciones totales de manufacturas en el subperiodo 1995 – 2015. Incluso, dicho porcentaje tendió a incrementarse durante el periodo del *boom* de los precios de las *commodities*. Para algunos países como Argelia, Botswana, Chile y Nigeria el porcentaje es mucho más alto, ubicándose por encima del 80% (véase Cuadro 8.6). En contraste, Costa Rica y Turquía muestran una ratio más baja (16%, en promedio), estableciendo una diferencia importante con respecto al resto de países (véase Cuadro 8.6).

En el caso de los países sudamericanos, las exportaciones de manufacturas basadas en recursos naturales representaron, en promedio, el 50% del total en el subperiodo 1995 – 2015 (véase Cuadro 8.6). De estos países, el menor porcentaje está en Colombia (38%) y el mayor en Chile (81%).

En el caso de la economía colombiana, también se resalta que en el subperiodo 2010 – 2015, donde la influencia de los términos de intercambio fue muy notoria, las manufacturas basadas en recursos naturales alcanzaron una participación promedio del 45% sobre el total de manufacturas (véase Cuadro 8.6). Además, la mayor parte de las mismas correspondieron a productos basados en otros recursos, como los minerales, el petróleo, caucho, cemento etc., que aportaron, en promedio, el 70% del total de este grupo.

⁴¹¹ Incluyen las diferentes industrias químicas y petroquímicas, hierro, acero y algunos tipos de fibras sintéticas.

⁴¹² En las manufacturas de tecnología baja, se observa un tránsito desde los textiles y prendas de vestir, cuya participación dentro de esta categoría había sido cercana al 70% entre 1995 y el 2000, hacia las cerámicas, muebles, metales, joyas, juguetes y productos de plástico. A partir del año 2009, dicha relación prácticamente se ha equiparado.

Con base en la información aportada, se concluye que no solamente se redujo la participación de las manufacturas dentro de los créditos de la cuenta corriente, fundamentalmente en aquellos países que mostraron una participación significativa de las exportaciones de recursos naturales, sino también que las características de las mismas no se han modificado radicalmente en términos de su componente tecnológico. Y aunque se destaca la reducción de los productos de tecnología baja y el incremento de las manufacturas de tecnología media y alta, estas últimas todavía muestran una participación exigua. Al respecto, hay que tener en cuenta que este tipo de exportaciones solamente representan una parte del total de exportaciones de manufacturas.

En el caso de los países sudamericanos estudiados (Argentina, Brasil, Colombia, Uruguay y Chile), las exportaciones de manufacturas de tecnología alta alcanzaron un promedio del 13.4% en el año 2015 (véase Cuadro 8.6). Ahora bien, aunque este porcentaje es significativo teniendo en cuenta que en 1995 dicha ratio era del 5.78%, lo más relevante es que gran parte de las exportaciones de manufacturas siguen basadas en recursos naturales, sin que se vislumbre mayores cambios dentro del periodo de tiempo analizado. De hecho, como se observa en el Cuadro 8.6, este tipo exportaciones pasó de representar el 51.8% del total en 1995 al 55.1% en el año 2015. En la economía colombiana sucedió algo similar. Así, a pesar de que las exportaciones de manufacturas de alta tecnología pasaron del 6% en 1995 al 12% en el 2015, la participación de las manufacturas en los créditos totales de la cuenta corriente se redujo del 17.5% en 1990 al 16.2% en el año 2015.

Como se mencionó anteriormente, otra variable que está incorporada dentro del indicador de VR son las remesas enviadas por parte de los emigrantes. La importancia de las mismas en cada uno de los países, desde luego, afecta el resultado de la medida que se está utilizando. Para el caso colombiano, por ejemplo, si solamente se toman las exportaciones de manufacturas, la participación de las mismas dentro de los créditos totales de la cuenta corriente se reduce a un promedio del 22%. Dicho resultado se explica porque las remesas reportaron una participación del 11.2% promedio anual en el periodo 1990 – 2015. Si se toma el subperiodo 2000 – 2015, la participación media alcanzó el 11.7%. Ahora bien, al hacer la comparación con los otros cuatro países sudamericanos (Argentina, Brasil, Uruguay y Chile) en este ítem, Colombia supera el promedio, que fue del 2.4%. En estos términos, la VR de Colombia no solamente se explica porque este país mantiene un peso muy elevado de los ingresos derivados de las exportaciones de bienes primarios, sino también por la participación de las transferencias que realizan los emigrantes⁴¹³.

Una vez realizado el análisis por separado respecto a los indicadores de VR, especialmente en el caso de los bienes primarios y las manufacturas, en el Gráfico 8.8 se incluye el comparativo entre los mismos. Como se había mencionado, es muy clara la tendencia al incremento de la participación de los ingresos generados por las exportaciones de bienes primarios dentro de los créditos de la cuenta corriente. Dentro de los países sudamericanos seleccionados, el único caso donde no se vislumbra esta situación es en Brasil. En contraste, Colombia, Chile y Uruguay mostraron una mayor concentración de sus exportaciones respecto a este tipo de bienes. A diferencia de los países mencionados, es interesante ver la situación de India, Botswana, Turquía, Sudáfrica y Costa Rica, donde se puede vislumbrar una mayor participación de los productos manufactureros, lo cual representa una divergencia importante respecto a la estructura exportadora de los países sudamericanos.

⁴¹³ El análisis de esta variable desde el punto de vista macroeconómico se realizó en el Capítulo 4.

Cuadro 8.6. Clasificación de las exportaciones de manufacturas por categorías tecnológicas y basadas en recursos naturales

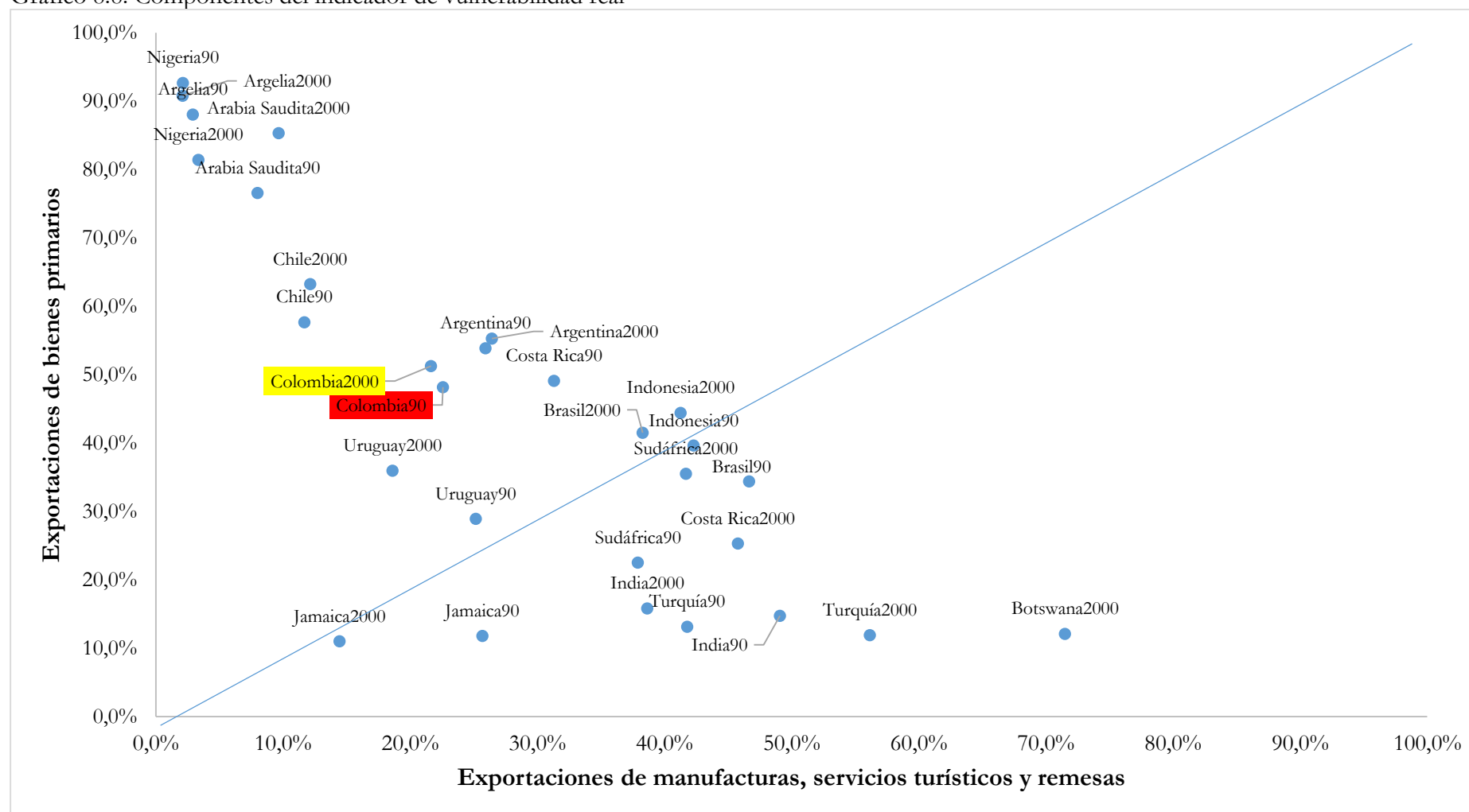
País	Manufacturas basadas en recursos naturales*					Manufacturas agrupadas por categorías tecnológicas**														
	1995	2000	2005	2010	2015	<i>Low technology</i>					<i>Medium technology</i>					<i>High technology</i>				
						1995	2000	2005	2010	2015	1995	2000	2005	2010	2015	1995	2000	2005	2010	2015
Argelia	90%	95%	95%	99%	94%	41%	23%	33%	49%	5%	55%	64%	62%	44%	92%	4%	13%	5%	7%	2%
Argentina	45%	44%	50%	43%	45%	38%	29%	24%	14%	13%	55%	59%	69%	77%	76%	6%	11%	8%	9%	11%
Botswana	91%	91%	94%	89%	93%	43%	45%	60%	43%	22%	49%	45%	33%	48%	64%	9%	10%	7%	9%	14%
Brasil	42%	35%	37%	54%	47%	34%	25%	23%	20%	20%	59%	50%	60%	63%	64%	8%	25%	17%	18%	16%
Chile	84%	80%	82%	83%	83%	38%	30%	27%	30%	31%	57%	63%	66%	62%	58%	5%	7%	7%	9%	11%
Colombia	37%	34%	37%	45%	36%	53%	41%	38%	34%	30%	42%	49%	54%	55%	58%	6%	9%	8%	11%	12%
Costa Rica	27%	13%	13%	12%	26%	66%	25%	18%	10%	23%	25%	17%	18%	15%	50%	9%	59%	64%	75%	27%
India	33%	33%	41%	47%	36%	71%	70%	60%	45%	46%	21%	20%	29%	37%	37%	8%	10%	11%	18%	18%
Indonesia	42%	33%	40%	49%	45%	61%	48%	44%	41%	46%	29%	26%	34%	40%	39%	11%	26%	22%	19%	15%
Jamaica	71%	80%	94%	89%	96%	82%	68%	26%	18%	29%	13%	26%	61%	65%	38%	5%	6%	13%	17%	33%
Nigeria	74%	80%	71%	68%	69%	64%	62%	44%	57%	54%	31%	25%	50%	40%	41%	5%	13%	6%	3%	5%
Arabia Saudita	49%	56%	51%	40%	48%	20%	22%	17%	13%	8%	75%	73%	80%	84%	88%	5%	5%	4%	3%	4%
Sudáfrica	42%	43%	37%	41%	40%	28%	29%	24%	21%	17%	62%	60%	67%	71%	73%	10%	11%	9%	8%	10%
Turquía	19%	14%	15%	18%	18%	69%	62%	50%	46%	48%	27%	28%	42%	47%	46%	3%	10%	8%	6%	6%
Uruguay	32%	35%	46%	51%	51%	66%	59%	66%	47%	42%	30%	37%	27%	44%	42%	4%	5%	7%	9%	17%
Promedio	51%	51%	53%	55%	55%	52%	43%	37%	33%	29%	42%	43%	50%	53%	58%	6%	15%	13%	15%	13%

*El porcentaje corresponde a la participación en el total de manufacturas, independientemente de su participación.

** El porcentaje corresponde a la participación en el total de manufacturas agrupadas dentro de las categorías tecnológicas (véase Lall, 2000)

Fuente: elaboración propia con información de la UNCTAD (UNCTADstat)

Gráfico 8.8. Componentes del indicador de vulnerabilidad real



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

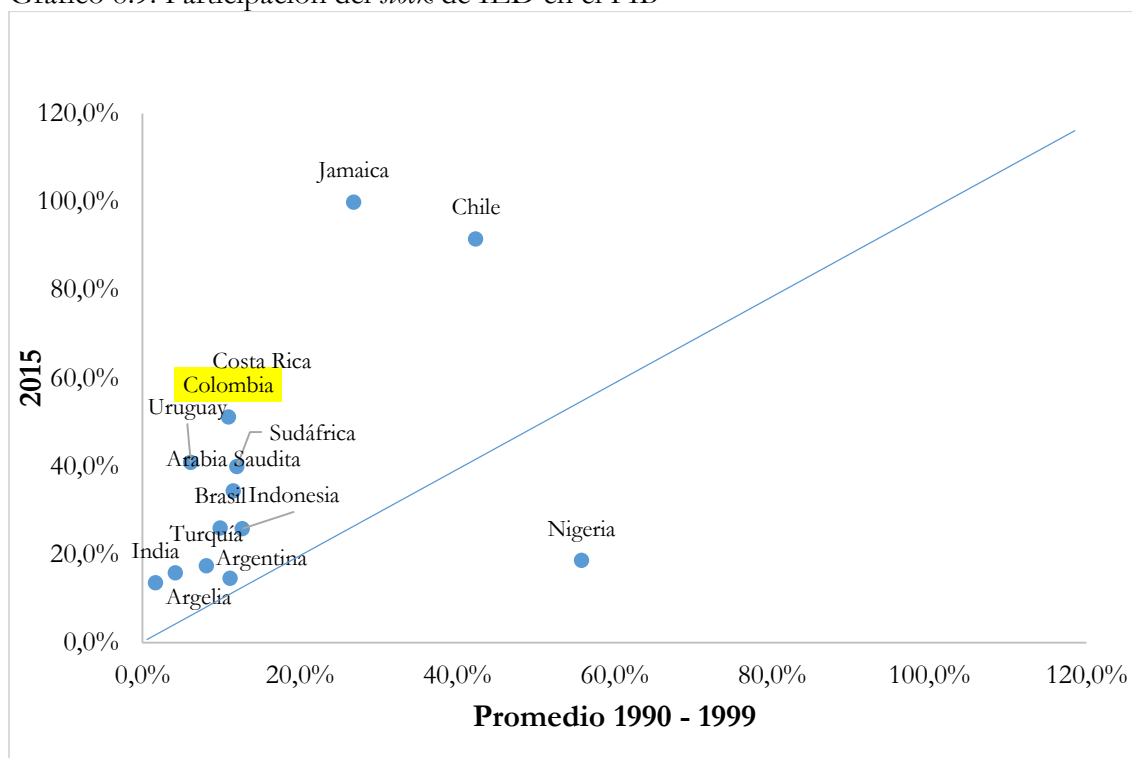
8.3.2. Vulnerabilidad financiera

De acuerdo a la propuesta de Abeles y Valdecantos (2016) y la CEPAL (2016), la VF de un país depende del *stock* de IED, el *stock* de IC (o la deuda externa pública), y el *stock* de reservas internacionales; expresados como porcentaje del PIB.

Al hacer la revisión de los resultados de este indicador, se concluye que la VF se incrementó en la mayoría de países. Este fenómeno se explica, fundamentalmente, por el crecimiento del *stock* de IED y, en menor medida, por la participación de la IC. De igual manera, la deuda externa también muestra un saldo que, aunque se ha reducido, todavía conserva un peso significativo dentro de la estructura de pasivos.

Los datos de la participación de la IED en el PIB se presentan en Gráfico 8.9. Dado que la mayoría de los valores se ubican por encima de la diagonal, el resultado es que el peso de la IED ha aumentado.

Gráfico 8.9. Participación del *stock* de IED en el PIB



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

Para el caso de Colombia, mientras en el subperiodo 1990 – 1999 el promedio de la participación del *stock* de IED dentro del PIB fue del 11%, en el subperiodo 2000 – 2015 dicho porcentaje ascendió al 27.5% promedio anual. Incluso, en el año 2015, dicha ratio alcanzó el 51.2%. Con respecto a los cuatro países sudamericanos seleccionados (Chile, Argentina, Uruguay, Brasil), el resultado de Colombia al cierre del año 2015 solamente fue superado por Chile (91.5%).

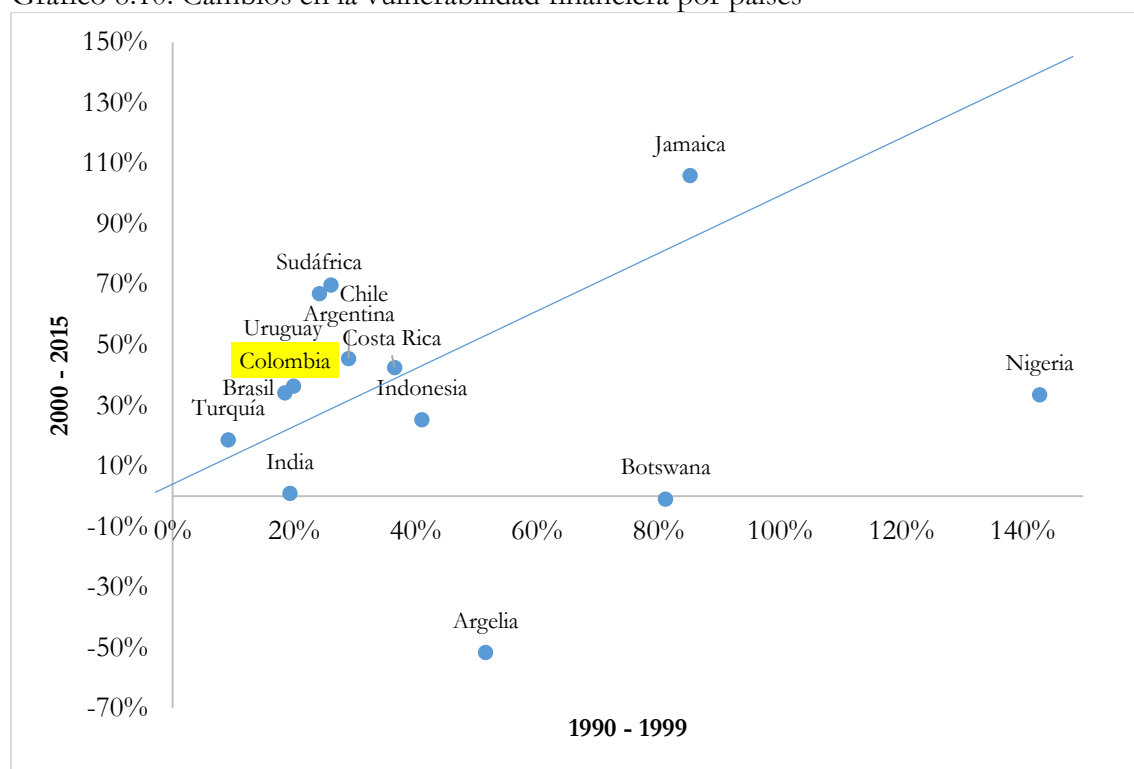
Con relación al *stock* de deuda externa pública, en general, lo que se encontró es que hay una reducción de la misma (% del PIB) para todos los países. En promedio, se pasó de una ratio del 33.9% para el subperiodo 1990 – 1999 al 19.9% entre 2000 y 2015; terminando en el año

2015 en un promedio del 15.2%. Para el caso de Colombia, a pesar de haber reducido el peso de la deuda externa en el PIB, todavía se encuentra por encima de la media. Y en el contexto de los países sudamericanos seleccionados, al finalizar el 2015, solamente la supera Uruguay.

Respecto al *stock* de IC, en la mayoría de los países se incrementó la participación en el PIB. De hecho, se pasó de una media del 4.6% en el subperiodo 1990 – 1999 a un porcentaje del 13.7% entre 2000 y 2015; terminando en un promedio del 18.8% al finalizar el año 2015. En el caso de Colombia, la participación del *stock* de IC en el PIB siguió esta tendencia. No obstante, en el año 2015 se ubicó por encima de la media, alcanzando un porcentaje del 21.4%. Con respecto a los países sudamericanos seleccionados, los porcentajes son similares; excepto en el caso de Argentina (7.2%).

Sobre el *stock* de reservas internacionales, que se entiende como una medida de protección ante episodios de salida masiva de capitales (autoseguro), en general, lo que se encontró es que, efectivamente, los países estudiados apuntaron hacia este objetivo. Por esta razón, se pasó de una media del 9% entre 1990 y 1999 a un porcentaje del 20.2% en el subperiodo 2000 – 2015; terminando con un promedio del 24.7% en el año 2015. En el caso de Colombia, se dio un fenómeno diferente al no haber grandes diferencias en esta ratio entre los subperiodos 1990 – 1999 y 2000 – 2015. Solamente entre los años 2014 y 2015 se presentó un cambio significativo, el cual se explica, más que por un incremento del *stock* de reservas, por una disminución del PIB nominal (expresado en dólares).

Gráfico 8.10. Cambios en la vulnerabilidad financiera por países



Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

Los resultados de los cambios de la VF se muestran en el Gráfico 8.10. Llama la atención que, en promedio, el valor reportado para este indicador en el subperiodo 2000 – 2015 resultó inferior al del subperiodo 1990 – 1999, pasando de un porcentaje del 43% al 34%. Para

explicar esta cifra, hay que tener en cuenta la situación de India, Botswana y Argelia, donde la VF terminó siendo cercana a cero, o negativa. Eliminando estos tres países, la VF en el subperiodo 2000 – 2015, en promedio, fue del 48%.

Para el caso de Colombia, que en el subperiodo 1990 – 1999 había mostrado un indicador de VF del 19%, en el subperiodo 2000 – 2015 alcanzó un porcentaje del 34%. Incluso, en el año 2015, la VF fue del 50.7%. Haciendo el comparativo respecto al resto de países sudamericanos, aunque la media de Colombia en el subperiodo 2000 – 2015 es inferior, al cierre del año 2015 solamente es superada por Chile, cuyo indicador de VF alcanzó el 105.9%. En estos términos, el comportamiento de la VF en el caso de Colombia también resulta significativo tanto en el contexto regional como en el análisis comparativo respecto al resto de países seleccionados.

8.3.3. La vulnerabilidad externa de Colombia

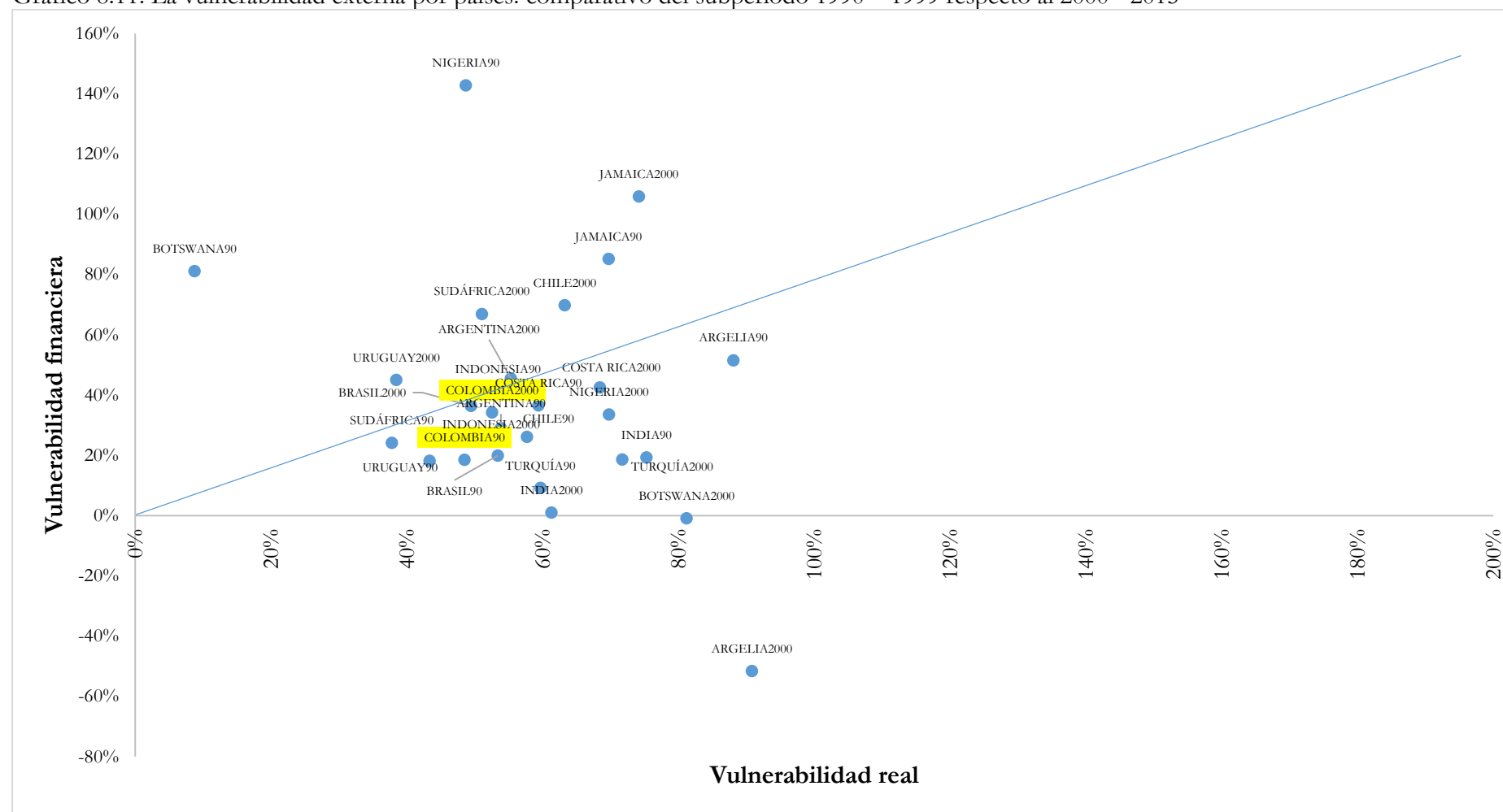
Una vez se hizo la revisión de los indicadores de vulnerabilidad externa (VR y VF) por separado, en adelante, se presenta el análisis consolidado.

Como se mencionó al inicio de este apartado, haciendo un comparativo entre la VR y la VF, lo que más creció fue la VF (véase Gráfico 8.10). La explicación frente a este resultado está, fundamentalmente, en el incremento de la ratio entre el *stock* de IED y el PIB. Este fenómeno se dio particularmente en los países sudamericanos estudiados, como Chile, Uruguay, Colombia y Brasil. Por el contrario, esto no fue lo que sucedió en los países africanos, algunos caracterizados, al igual que Colombia, por una participación significativa de bienes primarios dentro de la estructura de exportaciones.

Ahora bien, a pesar del incremento de la VF, los porcentajes más significativos dentro de la vulnerabilidad externa han estado en la VR (véase Gráfico 8.11). Así, en el subperiodo 2000 – 2015, la media del indicador de VR en la mayoría de países (10 de 14) es superior al resultado de la VF. La situación descrita se puede observar en el caso de Colombia, donde, al hacer el comparativo entre la década de los 90 y la de los 2000, el resultado se ubica por debajo de la diagonal (véase Gráfico 8.11).

El resultado general para Colombia es un incremento tanto de la VR como de la VF (véase Gráfico 8.11 y Cuadro 8.6). Por tanto, a partir de estos dos indicadores, se puede afirmar que la vulnerabilidad externa de este país se incrementó a lo largo del periodo de tiempo estudiado. Además, dichos resultados resultan significativos tanto en el contexto sudamericano como también en el comparativo realizado respecto al resto de países.

Gráfico 8.11. La vulnerabilidad externa por países: comparativo del subperiodo 1990 – 1999 respecto al 2000 - 2015



Nota: el sufijo en cada país indica del periodo de referencia.

Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

Cuadro 8.7. La vulnerabilidad externa por países seleccionados

Año	COLOMBIA		CHILE		ARGENTINA		URUGUAY		BRASIL		COSTA RICA		JAMAICA		INDIA		ARGELIA		TURQUÍA		BOTSWANA		INDONESIA		SUDÁFRICA		NIGERIA	
	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF	VR	VF
1990	52%	25%	62%	28%	55%	35%	42%	6%	52%	25%	44%	53%	73%	102%	72%	21%	91%	41%	63%	28%	10%	-1%	52%	43%	ND	13%	1%	117%
1991	45%	19%	59%	25%	57%	27%	46%	9%	55%	19%	45%	55%	71%	117%	71%	25%	88%	53%	58%	30%	10%	-2%	48%	42%	ND	14%	91%	136%
1992	43%	15%	59%	18%	56%	23%	42%	25%	56%	29%	44%	46%	73%	135%	75%	24%	86%	50%	63%	29%	10%	-2%	52%	40%	31%	15%	1%	123%
1993	42%	13%	54%	18%	53%	21%	43%	21%	56%	26%	61%	43%	72%	96%	76%	25%	87%	46%	61%	28%	10%	-2%	58%	35%	39%	16%	7%	237%
1994	48%	12%	55%	14%	51%	22%	45%	22%	54%	21%	54%	44%	66%	91%	78%	19%	84%	59%	63%	41%	9%	-3%	57%	35%	40%	20%	5%	228%
1995	49%	12%	59%	14%	52%	26%	42%	21%	53%	12%	59%	22%	68%	80%	76%	18%	87%	69%	61%	30%	9%	-2%	54%	33%	42%	22%	10%	150%
1996	52%	16%	59%	26%	55%	28%	43%	21%	53%	11%	60%	24%	68%	63%	77%	16%	88%	57%	54%	26%	6%	-2%	57%	28%	53%	24%	95%	113%
1997	52%	23%	58%	30%	53%	30%	43%	20%	52%	12%	61%	22%	68%	55%	79%	15%	90%	44%	56%	23%	6%	-2%	49%	31%	57%	26%	93%	98%
1998	51%	24%	56%	36%	52%	34%	44%	19%	52%	18%	73%	27%	69%	53%	76%	16%	88%	47%	56%	17%	9%	-2%	50%	74%	50%	30%	93%	117%
1999	51%	26%	56%	52%	54%	44%	45%	19%	52%	27%	92%	29%	69%	60%	71%	15%	91%	47%	62%	17%	9%	-2%	59%	51%	52%	63%	91%	109%
2000	51%	23%	57%	51%	54%	47%	46%	20%	55%	28%	82%	33%	71%	68%	73%	12%	94%	24%	63%	19%	87%	-2%	61%	37%	51%	53%	94%	94%
2001	47%	29%	55%	55%	55%	56%	46%	22%	52%	42%	69%	35%	71%	70%	72%	10%	94%	11%	69%	27%	94%	-2%	61%	33%	51%	44%	86%	99%
2002	48%	31%	54%	54%	59%	126%	40%	61%	51%	38%	72%	37%	71%	77%	71%	7%	92%	3%	72%	21%	89%	-2%	58%	22%	58%	55%	88%	81%
2003	45%	36%	57%	71%	59%	103%	39%	70%	51%	44%	78%	40%	72%	91%	75%	-1%	91%	-11%	75%	20%	79%	-1%	55%	19%	57%	54%	83%	79%
2004	47%	32%	62%	66%	59%	83%	40%	64%	52%	43%	71%	41%	72%	90%	68%	-4%	91%	-21%	76%	18%	81%	-1%	52%	19%	57%	56%	6%	53%
2005	46%	32%	64%	65%	56%	44%	40%	52%	52%	40%	75%	40%	75%	92%	63%	-5%	89%	-34%	75%	18%	83%	-1%	51%	28%	54%	62%	21%	16%
2006	45%	35%	67%	55%	55%	39%	40%	51%	49%	39%	74%	40%	73%	98%	57%	-5%	92%	-58%	73%	21%	79%	-1%	50%	23%	50%	68%	76%	-1%
2007	48%	31%	69%	64%	55%	32%	38%	56%	46%	43%	75%	39%	74%	106%	55%	-8%	91%	-73%	74%	30%	73%	-1%	48%	22%	48%	78%	75%	-1%
2008	51%	30%	64%	55%	56%	28%	39%	40%	43%	20%	72%	41%	73%	112%	55%	-5%	93%	-76%	74%	10%	79%	-1%	50%	20%	49%	47%	75%	3%
2009	51%	38%	68%	72%	54%	32%	40%	48%	45%	39%	58%	45%	75%	127%	59%	-2%	89%	-98%	72%	25%	80%	-1%	50%	24%	45%	76%	70%	14%
2010	56%	33%	67%	79%	53%	25%	40%	42%	49%	45%	65%	41%	76%	121%	55%	0%	89%	-92%	72%	28%	76%	-1%	51%	22%	50%	84%	75%	12%
2011	63%	32%	67%	68%	55%	22%	38%	38%	52%	34%	63%	41%	75%	115%	54%	1%	92%	-83%	71%	19%	75%	0%	54%	21%	47%	66%	86%	14%
2012	64%	33%	66%	79%	54%	23%	32%	37%	50%	37%	64%	40%	75%	118%	56%	3%	91%	-84%	70%	29%	77%	0%	50%	25%	49%	80%	87%	15%
2013	64%	36%	66%	83%	54%	23%	33%	35%	49%	34%	65%	49%	76%	128%	54%	3%	90%	-83%	70%	20%	82%	0%	48%	29%	48%	82%	80%	17%
2014	63%	41%	66%	95%	53%	24%	33%	37%	49%	32%	60%	58%	77%	135%	55%	4%	93%	-74%	70%	26%	84%	0%	46%	28%	51%	89%	84%	19%
2015	51%	58%	65%	106%	55%	22%	30%	46%	47%	27%	50%	61%	81%	147%	57%	5%	83%	-74%	71%	22%	83%	0%	48%	32%	51%	78%	31%	25%

Fuente: elaboración propia con información de la CEPAL, Banco Mundial, FMI y estadísticas oficiales de cada país.

CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El primer objetivo dentro de este capítulo fue analizar el comportamiento del PIB durante el periodo de referencia para esta investigación. Dicha tarea se justifica por la necesidad de evaluar los efectos que genera la inestabilidad macroeconómica sobre la dinámica de esta variable. Desde el punto de vista teórico, es importante recalcar que la inestabilidad macroeconómica representa la medida que permite observar las consecuencias derivadas de los *shocks* externos (véase Capítulo 2). En estos términos es posible relacionar la VM con el comportamiento del PIB. El segundo objetivo fue mostrar los principales cambios de la vulnerabilidad externa de la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado, estableciendo, además, un análisis comparativo con otros países.

La hipótesis que se planteó para este capítulo es la siguiente: **como resultado de la inestabilidad real y el incremento de la vulnerabilidad externa, la tasa de crecimiento del PIB fue baja y volátil.**

Los resultados encontrados dentro de este capítulo se resumen en el Esquema 8.1. Como se puede ver, los efectos de la inestabilidad macroeconómica se transmiten, fundamentalmente, por la vía de la demanda agregada. Siguiendo esta línea, uno de los principales hallazgos observados durante el periodo de investigación estudiado es el desfase que mostraron el gasto interno y el PIB (véase Esquema 8.1). En este sentido, lo que se pudo mostrar es que la demanda interna terminó creciendo, durante varios episodios, a una tasa muy superior a la capacidad productiva de la economía, generando una serie de desajustes macroeconómicos que tuvieron que corregirse al finalizar los periodos de auge. Además, es importante resaltar que el desequilibrio entre el gasto y el producto fue mayor en las etapas expansivas de la economía colombiana; y particularmente en la década de los 90. Dada la relación entre los *shocks* externos y las fluctuaciones de la demanda interna, se puede deducir que los ciclos financieros y los comerciales también han estado detrás de los desfases entre el gasto y la producción que se han presentado en la economía colombiana durante el periodo de tiempo estudiado.

La disparidad entre las tasas de crecimiento del gasto interno y del PIB no solamente explicaron la acumulación continua de desequilibrios en la economía colombiana, cuyo reflejo más importante se encuentra en el saldo de la cuenta corriente, sino que también permitieron entender la brecha del PIB. De este modo, lo que se pudo identificar es que diferencia entre el PIB efectivo y la capacidad productiva de la economía (PIB potencial) estuvo estrechamente relacionada con la dinámica de la demanda interna, la cual, a su vez, ha estado sometida al efecto procíclico de los *shocks* externos.

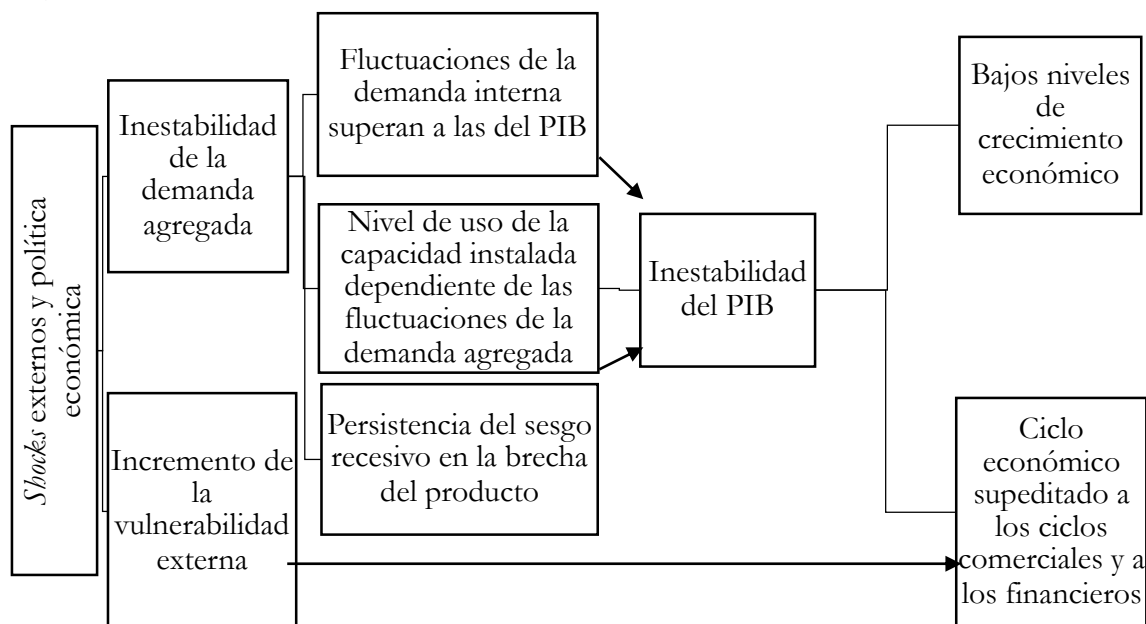
A partir de los resultados encontrados en este capítulo también se pudo constatar la prevalencia del sesgo recesivo (véase Esquema 8.1). Al respecto, se encontró que los periodos en donde la economía colombiana operó por debajo de su capacidad potencial fueron más extensos en términos temporales frente a aquellas fases donde la brecha del PIB fue positiva; algo que significa un grave desequilibrio macroeconómico y una señal más de la VM de la economía colombiana.

Otra de las consecuencias de la inestabilidad macroeconómica que se había advertido dentro del marco teórico tiene que ver con la volatilidad de la producción (véase Esquema 8.1). El estudio de este tema se emprendió debido a los efectos que este fenómeno puede causar tanto en el ciclo económico como en el crecimiento de largo plazo (véase Ramey & Ramey, 1995; Loayza & Raddatz, 2007; Larraín y Parro, 2008; Ffrench-Davis, 2010; Pineda y

Cárcamo-Díaz, 2013; Titelman y Pérez, 2015; Pérez, 2015a). A partir el análisis realizado, la principal conclusión que se tiene en este aspecto es que, si bien es cierto que la volatilidad del PIB se ha reducido en el transcurso del periodo estudiado, no se puede decir lo mismo si se hace la comparación con respecto a la década de los 80. Además, hay que tener en cuenta que el desempeño de la economía de este país durante la década de los 90 se vio afectado por una crisis económica de gran calado, por lo cual, lo mínimo que se esperaba es que se reduzca la volatilidad; como efectivamente sucedió. Igualmente, no hay que olvidar que la relativa estabilidad que se alcanzó desde mediados de la década de los 2000 se presentó en medio de un contexto internacional bastante favorable; algo que no necesariamente se va a repetir.

Así entonces, si se hace la comparación con los años previos al periodo de tiempo abordado dentro de esta investigación, se colige que la volatilidad de la producción, y del PIB per cápita, realmente no ha disminuido y, en algunos años, incluso, ha tendido a incrementarse. De este modo, algunos de los beneficios que se citaban en el apartado 1.2. frente a la apertura comercial y la financiera, donde se argumentaba las potenciales mejoras en términos de estabilidad, en la economía colombiana no se han dado. Por el contrario, debido a la mayor sensibilidad de los agregados macroeconómicos frente a los *shocks* externos, la volatilidad se ha intensificado. Como resultado de este fenómeno, si se compara la tasa de crecimiento económico alcanzada en el periodo 1990 – 2015, que fue del 3.66% promedio anual, se observa que es apenas superior a la que se reportó en los 80 (3.4%), y estuvo muy por debajo de la obtenida en los setenta (5.7% promedio anual). Los hallazgos encontrados frente al comportamiento del PIB son consecuentes hipótesis que se planteó para este capítulo (Hipótesis 8).

Esquema 8.1. La inestabilidad macroeconómica y la dinámica del PIB



Fuente: Elaboración propia

El resultado conjunto de la persistencia de la inestabilidad macroeconómica durante el periodo de tiempo estudiado se puede resumir en dos rasgos muy acentuados en la economía colombiana: la profundización de la dependencia del ciclo económico respecto a los *shocks* externos (dominancia de la balanza de pagos) y el bajo nivel de crecimiento económico comparado con los periodos anteriores a las reformas de profundización de la apertura económica (véase Esquema 8.1).

Respecto a la vulnerabilidad externa, lo que se pudo mostrar en este capítulo es que Colombia incrementó tanto la VR como la VF. Por tanto, a partir de estos dos indicadores, se puede afirmar que la vulnerabilidad externa de este país se intensificó a lo largo del periodo de tiempo estudiado (véase Esquema 8.1). Dicho hallazgo es importante desde la perspectiva de esta investigación, reafirmando los elementos que se habían desarrollado en los capítulos 3 y 4 de esta Tesis; donde además se pudo mostrar los mecanismos a través de los cuales los *shocks* externos transmiten sus efectos hacia los principales agregados macroeconómicos.

Al final, los hallazgos encontrados en este capítulo respaldan plenamente la hipótesis general de esta investigación que sostiene que, debido a la influencia ejercida por los ciclos comerciales y los financieros sobre la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana, y la posición procíclica de las medidas de política económica, este país mostró un nivel de inestabilidad macroeconómica real muy acentuado, cuyo efecto final se observó en una tasa de crecimiento económico baja y volátil.

CONCLUSIONES GENERALES

El objetivo fundamental de esta investigación es identificar los mecanismos a través de los cuales los ciclos externos, comerciales y financieros, y la gestión de las autoridades en materia de política económica, incidieron en el comportamiento de los principales agregados de la economía colombiana durante el periodo 1990 – 2015. En adelante, se presentan las principales conclusiones a las que se llegó dentro de esta investigación. Posteriormente se hace una evaluación de los resultados obtenidos frente a las hipótesis que se plantearon al inicio de este trabajo, se resumen las aportaciones más importantes que se derivan de esta Tesis y, por último, se esbozan las líneas de investigación que se pueden originar a partir del presente estudio.

1. Principales conclusiones

Desde el punto de vista metodológico, se colige que la visión sistémica bajo la cual se abordó esta investigación, donde se pudo incorporar en un mismo esquema analítico tanto los efectos de los *shocks* externos (vía interna de la VM) como el manejo de los instrumentos de política económica y los cambios en la estructura productiva (vía interna de la VM), es adecuada para el estudio de la VM; especialmente para el caso de las economías en desarrollo. En primer lugar, porque hace posible una evaluación de conjunto, donde se puede abordar la discusión de las implicaciones que tiene para un país el tipo de inserción comercial y financiera, especialmente por las asimetrías que siguen caracterizando las relaciones económicas entre los países desarrollados y las economías en desarrollo, sin dejar de lado el análisis de los problemas estructurales de cada economía. En segundo lugar, por el nexo que existe entre la vía interna y la vía externa de la VM, donde los efectos de los ciclos externos tienden a reforzarse a partir de la gestión de los instrumentos de política económica. De este modo, no parecería adecuado abordar el fenómeno de la VM solamente incorporando algunos de los componentes del mismo.

En lo empírico, se concluye que la economía colombiana, efectivamente, estuvo sujeta a un alto grado de inestabilidad macroeconómica real durante el periodo de investigación analizado, que se explicó por el efecto conjunto de los *shocks* externos y el manejo de los instrumentos de política económica. Dicho fenómeno se reflejó en la acumulación de grandes desequilibrios macroeconómicos, los cuales se pudieron observar en la apreciación cambiaria por periodos prolongados, el continuo déficit de la cuenta corriente, la brecha ahorro – inversión, el desfase entre la tasa de crecimiento de la demanda interna y el crecimiento del PIB, la volatilidad de la inversión, y la prevalencia del sesgo recesivo. El resultado conjunto de la persistencia de la inestabilidad macroeconómica se puede resumir en dos rasgos muy acentuados en la economía colombiana: la profundización de la dependencia del ciclo económico respecto a los *shocks* externos (dominancia de la balanza de pagos) y el bajo nivel de crecimiento económico comparado con los periodos previos a la década de los noventa.

Con relación a los mecanismos a través de los cuales se transmiten los efectos de los *shocks* exógenos, dentro de esta investigación se privilegió el canal real. En el plano metodológico, dicha decisión confirma la idea de que para considerar a un país como vulnerable no necesariamente se requiere que una economía presente algún tipo de evento que se pueda catalogar como una crisis, ya sea financiera (cambiaria, bancaria o de deuda) o real. De hecho, como se pudo mostrar en el plano empírico, Colombia no transitó por este tipo de episodios; excepto en el año 1999. Más allá de este hecho, una de las conclusiones que se puede extraer de esta investigación es que la VM genera consecuencias significativas sobre las variables

reales, y particularmente en el PIB. Así pues, aunque no haya una crisis, los efectos de la VM continúan siendo muy relevantes.

Otro de los elementos que se desprende de esta investigación, y que se pudo mostrar tanto en lo teórico como en lo empírico, es que la relación entre los ciclos comerciales y los financieros y el comportamiento de los agregados macroeconómicos se presenta por múltiples canales y variables; que además tienden, en algunos casos, a reforzarse, y en otros, entran directamente en conflicto. Sobre este aspecto se destacó, en primer lugar, la conexión entre la vía externa (canal comercial y canal financiero) y la vía interna de la VM (política fiscal, monetaria y cambiaria). Y, en segundo lugar, se pudo mostrar que, al interior de cada una de las vías, hay una relación muy estrecha entre las variables que hacen parte de los canales de transmisión; lo cual fortalece las consecuencias que terminan generando.

En el caso de la vía externa, se pudo ver la relación tan estrecha que mostraron los ciclos comerciales y los financieros, y cómo la conjunción de los mismos terminó amplificando los desequilibrios macroeconómicos observados en la economía colombiana.

Con relación a la vía interna, como es lógico, se pudo dar cuenta que la gestión de los instrumentos de política económica no es independiente; además de que en muchos casos plantea conflictos entre los objetivos esperados de cada una de las medidas. En estos términos, mientras que en algunas situaciones los efectos terminaron potenciándose, en otros se pudo ver que la jerarquía de ciertos objetivos, como la inflación, terminó supeditando al resto de instrumentos con que cuentan las autoridades para la gestión macroeconómica.

Ahora bien, aunque no se debe entender como una justificación hacia los gobiernos, es indudable que el incremento del grado de exposición de la economía colombiana ante los efectos potenciales que pueden generar tanto los ciclos comerciales como los financieros redujo la autonomía de la gestión macroeconómica; ocasionando una pérdida de su capacidad de resiliencia. Dichas consideraciones aplican para cualquier país dada la profundización de la integración comercial y financiera de las últimas décadas. No obstante, lo que se ha defendido dentro de esta investigación es que los efectos terminan siendo mayores en las economías en desarrollo.

Con relación a los orígenes de la VM, hay dos aspectos fundamentales que se deducen a partir de esta investigación. En primer lugar, a pesar de que los rasgos estructurales de la VM no cambiaron sustancialmente a lo largo del periodo de investigación estudiado, se colige que la mayor intensidad tanto de las fluctuaciones de los términos de intercambio como de los flujos de capital profundizaron la exposición de la economía colombiana ante los efectos derivados de los *shocks* externos.

En segundo lugar, pese a que se sigue defendiendo la idea de que las principales fuentes o raíces de la VM son de naturaleza exógena, se concluye que los elementos internos, reflejados tanto en el tipo de manejo de los instrumentos de política económica como en las características de la estructura productiva, son trascendentales para determinar los efectos que pueden generar los *shocks* externos dentro de la economía de un país; lo cual es consecuente con los argumentos señalados dentro de la propuesta teórica presentada en el marco de referencia de esta investigación.

A partir del estudio de la vía interna de la VM, la conclusión más importante que se pudo extraer es que el manejo que le han dado las autoridades a los instrumentos de política económica terminó priorizado la estabilidad nominal; descuidando muchos de los desajustes

que se presentaron en los agregados reales. La principal consideración en este sentido es que la gestión macroeconómica, en líneas generales, terminó potenciando los efectos procíclicos originados como resultado de los *shocks* externos, contribuyendo de esta manera a exacerbar los desequilibrios macroeconómicos observados en la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación.

En el caso de la política fiscal, lo que se mostró es que la gestión de la misma terminó siendo, durante varias fases, fundamentalmente las expansivas, de carácter procíclico, lo que quiere decir que esta herramienta de política económica actuó como un mecanismo desestabilizador de la demanda agregada, además de contribuir a amplificar los efectos generados por los ciclos externos. El sesgo procíclico de la política fiscal se dio con mayor intensidad en la década de los 90. No obstante, aunque este fenómeno se redujo en el resto del periodo, se concluye que esta dinámica obedeció a unas condiciones fiscales y financieras excepcionales; lo que quiere decir que no hay garantía de que se mantengan en el tiempo.

Dentro de la evaluación de la política fiscal, también se mostró que la posición procíclica de este instrumento de política económica fue asimétrica respecto al ciclo económico, lo que significa que este fenómeno se dio fundamentalmente en los periodos de auge de la economía colombiana. Además, se argumentó que la política fiscal fue contracíclica durante algunos periodos, fundamentalmente recesivos, no necesariamente porque fuera una decisión arbitraria de los gobiernos sino por la poca flexibilidad que mostró el gasto público.

En el caso de la política monetaria, lo que se encontró es que, en Colombia, al igual que en muchas economías en desarrollo, ha imperado la necesidad de estabilizar los precios. Empero, aunque dicho objetivo se ha cumplido, lo que se deduce de esta investigación es que el hecho de que el Banco de la República haya privilegiado la inflación por encima de otros objetivos macroeconómicos generó un sesgo procíclico sobre las variables reales, el cual termino alimentando los efectos negativos derivados de los *shocks* externos.

Con relación a la gestión de la política cambiaria, lo que se pudo mostrar es que el Banco de la República adoptó una posición pasiva frente a la trayectoria del tipo de cambio, con lo cual, no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos generados por esta variable en la economía colombiana. Además, el manejo de la política cambiaria en Colombia durante la mayor parte del periodo estudiado estuvo condicionado al objetivo de la inflación. Como resultado, el Banco de la República terminó actuando de forma asimétrica, en tanto que solamente en aquellas fases donde se vislumbraron tendencias hacia la depreciación (devaluación) de la moneda se pudo observar un incremento de las intervenciones en el mercado cambiario. En los periodos marcados por la apreciación (revaluación) de la moneda, el Banco de la República no actuó con la misma contundencia.

Teniendo en cuenta los elementos mencionados, se refuerza una idea que se había esbozado en el plano teórico, donde se defendía la noción de que la estabilidad macroeconómica debe ser integral, lo que implica que la gestión macroeconómica, además de buscar la estabilidad nominal, debe propender por el cumplimiento de ciertos objetivos relacionados con la producción, el empleo, las cuentas externas, los balances de los agentes macroeconómicos y la dinámica de los precios macroeconómicos clave, como el tipo de cambio y las tasas de interés (reales). En estos términos, la estabilidad nominal que logró la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación, aunque es importante, no fue suficiente para garantizar unos niveles de crecimiento económico altos y estables.

Dada la influencia que siguen ejerciendo los ciclos externos en la dinámica macroeconómica de las economías en desarrollo, fundamentalmente por los desequilibrios originados por los mismos, se colige que estos países no pueden renunciar a enfrentar los efectos adversos que estos ocasionan. En el campo teórico, dicha función debería recaer, en parte, en los instrumentos de política económica, cuya función debe ser precisamente enfrentar los *shocks* de oferta. Para alcanzar este propósito, se requiere que las autoridades asuman una posición contracíclica, no solamente en el manejo de la política fiscal, sino también en los instrumentos de naturaleza cambiaria y monetaria.

Ahora bien, a pesar de que las medidas de política económica juegan un rol fundamental a la hora de enfrentar los *shocks* externos, su uso de forma aislada es insuficiente. Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, es claro que no se puede abandonar un elemento central en el propósito de reducir la VM de un país que es la modificación de las características estructurales de la economía. En el caso colombiano, es evidente que dichos cambios no se han dado ni en la estructura productiva ni en el modelo de inserción comercial. Si se entiende que esta es una tarea fundamental en la perspectiva de reducir el grado de exposición de la economía ante los efectos generados por los *shocks* externos, dicho propósito no se ha cumplido. Los elementos señalados son consecuentes con los referentes teóricos planteados tanto en el Estructuralismo Latinoamericano como en el Neoestructuralismo.

Con relación a los cambios de la VM a lo largo del periodo de referencia de esta investigación, lo que se deduce de los resultados obtenidos dentro de este estudio es que el grado de exposición de la economía colombiana ante los efectos de los *shocks* externos ha tendido a incrementarse. Desde el punto de vista comercial, se pudo mostrar que este país profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de recursos naturales, lo cual se evidenció en el incremento de la concentración de las exportaciones de este tipo de bienes (respecto a 1990), la mayor dependencia frente al comportamiento de los precios, y el predominio de productos de bajo contenido agregado. Como resultado de la prevalencia del modelo de inserción comercial, la economía colombiana acumuló grandes desequilibrios tanto en la cuenta corriente como en el tipo de cambio.

Los desequilibrios de la cuenta corriente que mostró la economía colombiana durante el periodo de referencia de esta investigación se explican por dos factores: por la persistencia del déficit de las rentas factoriales, algo que no cambió con la apertura, pero que sí tendió a incrementarse desde mediados de la década de los 2000, y por el déficit de la balanza comercial, especialmente a mediados de los 90 y, posteriormente, desde el año 2007. Un componente que contribuyó a atenuar el desajuste de la cuenta corriente fueron las transferencias unilaterales, especialmente desde finales de los 90. Así pues, como no se han modificado los rasgos de la inserción comercial, esta continúa siendo la fuente primaria del desequilibrio externo.

Respecto al tipo de cambio, lo que se encontró es que esta variable estuvo sobreapreciada (en términos reales) durante la mayor parte del periodo de tiempo estudiado, y que dicho fenómeno se intensificó al finalizar el segundo lustro de la década de los 2000. Si los elementos señalados se analizan desde una óptica más amplia, lo que se deduce es que la economía colombiana terminó reduciendo su nivel de competitividad, lo cual se explica por los bajos niveles de productividad, por la prevalencia de la apreciación cambiaria, y por las características de los bienes que se exporta.

Desde la perspectiva del canal financiero, aunque los flujos de capital que ingresaron a la economía colombiana durante el periodo de tiempo analizado correspondieron, en su mayoría, a financiamiento de largo plazo, que se destinaron fundamentalmente hacia la inversión productiva (vía IED), muchos de los efectos negativos asociados a los mismos estuvieron presentes; con lo cual, se cuestiona el hecho de que tal caracterización solamente se pueda ligar a los llamados capitales especulativos. Por ende, se puede afirmar que las corrientes de capital externo que no necesariamente corresponden a las categorías de corto plazo también generan efectos desestabilizadores, que, aunque no terminen en una crisis financiera, pueden causar graves efectos sobre los principales agregados macroeconómicos, los cuales, en su conjunto, terminan redundando en el comportamiento del PIB.

Así las cosas, si bien es cierto que la mayor apertura comercial y financiera puede generar efectos positivos (potenciales) en las economías en desarrollo, que fue la idea que se defendió al inicio de los procesos de apertura de los 80 y 90 en las economías latinoamericanas, es evidente que dichas medidas también han ocasionado una serie de distorsiones que, indudablemente, terminaron afectando el comportamiento de sus principales variables macroeconómicas. Bajo estas consideraciones, en un contexto donde se propugna por una mayor liberalización económica, los efectos que transmiten los *shocks* externos, evidentemente, tienden a exacerbarse. Dichas consideraciones toman mayor interés en las economías en desarrollo, y particularmente en aquellos países cuyo modelo de inserción comercial sigue basado en la explotación de recursos naturales, como sucede en el caso de Colombia.

2. Respuestas a las hipótesis iniciales

En la introducción de esta investigación se formularon nueve hipótesis, una general y ocho específicas, las cuales se convirtieron en la principal guía de este trabajo. Durante el desarrollo de este estudio se buscó aportar evidencia empírica para poderlas contrastar. Es el momento de revisar cada una de las hipótesis para poder examinar en qué medida esta investigación ha podido dar respuestas a las mismas.

Hipótesis general. Debido a la influencia ejercida por los ciclos comerciales y los financieros sobre la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana, y la gestión de las autoridades en el manejo de la política económica, este país mostró un nivel de inestabilidad macroeconómica real muy acentuado, cuyo efecto final se observó en una tasa de crecimiento económico baja y volátil.

A partir de los resultados obtenidos dentro de esta investigación, se pudo mostrar que tanto los ciclos comerciales como los financieros ejercieron una influencia significativa sobre la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana. Dicha influencia, que es el reflejo de la VM a la cual sigue sometido este país, se vio reflejada en la acumulación de una serie de desequilibrios macroeconómicos, particularmente en la economía real, que posteriormente redundaron en la dinámica del PIB. Los desequilibrios más importantes se pudieron observar en la apreciación cambiaria por periodos prolongados, el continuo déficit de la cuenta corriente, la brecha ahorro – inversión, el desfase entre la tasa de crecimiento de la demanda interna y el crecimiento del PIB, la inestabilidad de la inversión, y la prevalencia del sesgo recesivo. Además, lo que se pudo argüir es que los instrumentos de política económica, ya sea de manera directa o indirecta, terminaron exacerbando los efectos procíclicos generados por los *shocks* externos. Con relación al comportamiento del PIB, lo que se pudo mostrar dentro de esta investigación es que la tasa de crecimiento fue baja y

volátil; por lo menos si se compara con los años previos a la profundización de la apertura económica de los 90.

Hipótesis 1. Los flujos internacionales de capital jugaron un rol procíclico en la economía colombiana y generaron importantes desequilibrios en sus principales agregados macroeconómicos.

Los resultados obtenidos dentro de este estudio reflejaron que los flujos internacionales de capital, efectivamente, jugaron un rol procíclico en la economía colombiana, lo cual se explicó por la composición de los mismos, su volatilidad y los efectos en el tipo de cambio. Respecto a la composición de las entradas de capital, aunque la mayor parte de las mismas se canalizaron hacia la IED, esta categoría funcional de la cuenta financiera fue la principal catalizadora de la VM. De hecho, la concentración de los flujos de IED en actividades de explotación de recursos naturales ocasionó un incremento en la VM por dos motivos: en primer lugar, porque la FBKF, como agregado, se volvió más dependiente del financiamiento externo. Y, en segundo lugar, porque la inversión fue más inestable, ya que quedó subordinada a unas actividades, como el petróleo y la minería, donde la dinámica de los precios es muy volátil.

Con relación a la volatilidad de los flujos de capital, a pesar de que en el periodo de referencia de esta investigación la mayor parte de los mismos correspondieron a financiamiento de largo plazo, se pudo mostrar que sus fluctuaciones terminaron explicando dos fenómenos muy negativos para la economía colombiana: los desequilibrios del tipo de cambio y la sustitución del ahorro interno por el ahorro externo.

Por último, el efecto procíclico de los flujos de capital también se vio reflejado en la persistencia del exceso de gasto de la economía colombiana durante las fases de auge del ciclo económico y el consecuente déficit de la cuenta corriente.

Hipótesis 2. Durante el periodo de referencia de esta investigación, la economía colombiana profundizó su modelo de inserción comercial basado en la explotación de los recursos naturales, que continúa siendo la causa fundamental del desequilibrio externo de este país.

Esta investigación pudo aportar suficiente evidencia empírica que confirma el hecho de que en el periodo de investigación estudiado la economía colombiana no reportó cambios relevantes (positivos) en su modelo de inserción comercial, el cual sigue ligado a la explotación de los recursos naturales. Además, se pudo mostrar que los *shocks* externos, tanto por el canal comercial como por el financiero, terminaron profundizando dichos rasgos. Como resultado de la prevalencia de este patrón, la economía colombiana se enfrentó a un déficit continuo de la cuenta corriente, que fue necesario corregir al finalizar las fases ascendentes de los ciclos externos. Por las razones esgrimidas, el desequilibrio externo que exhibió la economía colombiana sigue asociado al modelo de especialización productiva y a los límites que impone la restricción externa.

Hipótesis 3. En el periodo 1990 – 2015, la posición de la política fiscal fue de carácter procíclico, lo que terminó exacerbando la vulnerabilidad e inestabilidad macroeconómicas de la economía colombiana.

La presente investigación aportó información que confirma la idea de que la política fiscal a lo largo del periodo analizado mostró una posición, fundamentalmente, procíclica, lo que

quiere decir que esta herramienta de política económica actuó como un mecanismo desestabilizador de la demanda agregada; además de contribuir a amplificar los efectos generados por los ciclos externos. Sin embargo, se encontró que el sesgo procíclico de la política fiscal se dio con mayor intensidad en la década de los 90. Por otra parte, aunque este fenómeno se redujo en el resto del periodo, se concluye que esta dinámica obedeció a unas condiciones fiscales y financieras excepcionales; lo que quiere decir que no hay garantía de que se mantengan en el tiempo.

Hipótesis 4. El hecho de que el Banco de la República haya tenido como objetivo fundamental el control de la inflación generó un resultado procíclico en la economía colombiana, amplificando de esta manera los efectos adversos derivados de los *shocks* externos.

Dentro de esta investigación se pudo mostrar que el objetivo central del Banco de la República fue el control de la inflación. Empero, aunque este objetivo efectivamente se logró, las medidas adoptadas en el frente al manejo de la política monetaria terminaron jugando un rol procíclico en la economía colombiana. En la década de los 90, en medio de la profundización del proceso de liberalización comercial y financiera, el sector productivo tuvo que enfrentar las secuelas de una política monetaria restrictiva, cuyo reflejo principal fueron unas tasas de interés muy elevadas (tanto reales como nominales) durante varios años. Si a esto se le añade que el tipo de cambio se revaluó en términos reales (desde 1990 hasta 1997), los efectos negativos fueron todavía mayores. En la década de los 2000, aunque el comportamiento de la actividad económica fue mucho mejor que en los 90, la política monetaria no contribuyó a reducir varias de las secuelas generadas por los ciclos externos (comerciales y financieros); especialmente en el caso del tipo de cambio y de la cuenta corriente. Durante este subperiodo, las tasas de interés relativamente bajas terminaron conviviendo con una moneda sobreapreciada; lo que al final generó un efecto procíclico mucho más pronunciado dentro de la economía en su conjunto.

Hipótesis 5. Las medidas de política cambiaria adoptadas por el Banco de la República no influyeron en la trayectoria del tipo de cambio, con lo cual, dicha institución no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos derivados del comportamiento de esta variable.

Los resultados mostrados dentro de esta investigación evidenciaron que las principales preocupaciones del Banco de la República fueron el control de la volatilidad cambiaria y la acumulación de reservas internacionales, y no tanto la trayectoria de este precio macroeconómico. Ahora bien, el hecho de que el tipo de cambio haya mostrado cierta estabilidad no se puede interpretar como un sinónimo de una buena gestión cambiaria, puesto que esta variable, en general, estuvo alejada de sus niveles de equilibrio prácticamente durante todo el periodo de estudio. Así, mientras el Banco de la República se preocupó por el corto plazo, los problemas fundamentales estuvieron en el mediano plazo. Como resultado de la posición asumida por el Banco de la República, la política cambiaria no contribuyó a mitigar los efectos procíclicos generados por esta variable en la economía colombiana.

Hipótesis 6. Durante el periodo 1990 – 2015, la inestabilidad de la demanda agregada fue persistente, lo cual se explica por los efectos derivados de los *shocks* externos y la posición procíclica de las medidas de política económica.

Los resultados obtenidos dentro de esta investigación evidencian una relación muy estrecha entre los efectos procíclicos derivados tanto de los ciclos comerciales como de los

financieros, así como de las medidas de política económica, y la dinámica del gasto interno. En el caso del consumo, los efectos de los *shocks* externos se explicaron, directamente, por el mayor flujo de capitales, e indirectamente por la vía del tipo de cambio. Con relación a la política económica, el sesgo procíclico sobre dicha variable se dio ya sea porque las medidas que se tomaron las autoridades reflejaron directamente su posición, como sucedió con la política fiscal, porque el Banco de la República asumió una postura pasiva frente a la trayectoria del tipo de cambio, o porque, sencillamente, había un objetivo superlativo, tal y como pasó con la política monetaria.

En el caso de la inversión se destacan dos aspectos: la alta volatilidad de esta variable y el estancamiento de su importancia respecto al PIB (tasa de inversión). Sobre el segundo aspecto, lo que se mostró es que, hasta el 2010, la tasa de inversión alcanzó unos promedios similares a los reportados en las décadas de los 70 y 80, y solamente entre 2011 y 2015 dicho porcentaje mostro signos de crecimiento.

Otro hallazgo importante dentro del análisis de la demanda agregada está relacionado con el comportamiento de la balanza comercial. Sobre este aspecto, el hecho más relevante es la persistencia del déficit comercial, el cual se explica por la incapacidad de la economía colombiana para generar un superávit, incluso en aquellos periodos donde se vio beneficiada por un incremento de los términos de intercambio. Al final, lo que muestra este resultado es que la economía colombiana siempre operó con un exceso del gasto sobre la producción, donde el papel que han desempeñado tanto los *shocks* externos como las decisiones de política económica ha sido superlativo.

Hipótesis 7. Los desequilibrios macroeconómicos ocasionados por la conjunción de los efectos procíclicos asociados a los *shocks* externos y el manejo de los instrumentos de política económica generaron cambios significativos en la estructura productiva de la economía colombiana. Además, como resultado de la persistencia de dichos desequilibrios, este país no pudo mejorar sus niveles de productividad.

Esta investigación permitió mostrar que el principal cambio dentro de la estructura productiva colombiana fue el incremento del peso del sector terciario (comercio y servicios) dentro del PIB. En contraste, los sectores que terminaron perdiendo participación en el producto fueron el primario y el secundario. Con relación al sector secundario, lo más significativo fue la reducción del peso de la industria manufacturera (% del PIB), que reportó una caída de un tercio entre 1990 y el 2015. En el caso del sector primario, al tiempo que la explotación de minas y canteras aumentó su participación, el resto de actividades mostraron un comportamiento completamente opuesto.

Desde el enfoque abordado dentro de esta investigación, se pudo mostrar que los efectos causados por los *shocks* externos, tanto por la vía del tipo de cambio como por la de la FBKF, estuvieron relacionados directamente con la pérdida de participación de la industria manufacturera dentro del valor agregado de la economía. Lo mismo se puede decir con respecto a las ramas de la actividad económica que hacen parten parte del sector primario; excepto para minas y canteras.

Como resultado de los desequilibrios macroeconómicos observados en la economía colombiana, y los efectos en términos de la producción, la productividad agregada de este país permaneció estancada prácticamente durante todo el periodo de referencia de esta investigación. En el caso de la productividad del trabajo, solamente se observó un pequeño

incremento hacia mediados de la década de los 2000, en un contexto externo muy favorable que posibilitó la aceleración de la tasa de expansión del PIB. Respecto a la productividad total de los factores (PTF), lo más relevante es que la economía colombiana no fue capaz de incrementar su nivel de eficiencia, por lo cual, el crecimiento económico solamente se dio por una mayor dotación factorial.

Hipótesis 8. Como resultado de la inestabilidad real y el incremento de la vulnerabilidad externa, la tasa de crecimiento del PIB fue baja y volátil.

Los resultados obtenidos a partir de esta investigación muestran que en la economía colombiana se presentaron dos desequilibrios macroeconómicos que están directamente relacionados con el efecto generado por los *shocks* externos, y cuya incidencia es fundamental para entender el comportamiento del PIB dentro del periodo de investigación de referencia. En primer lugar, el desfase recurrente que mostraron la tasa de crecimiento del gasto interno y la del PIB. Y, en segundo lugar, la prevalencia del sesgo recesivo. Respecto a la vulnerabilidad externa, lo que se pudo mostrar dentro de esta investigación es que en la economía colombiana se incrementó tanto la VR como la VF, y que dicho comportamiento es relevante si se compara con las cifras obtenidas para este indicador en otros países.

Con relación a la volatilidad del PIB, la principal conclusión que se obtuvo es que, si bien es cierto que este indicador se redujo en el transcurso del periodo estudiado, no se puede decir lo mismo si se hace la comparación con respecto a la década de los 80. Bajo estas consideraciones, se colige que la volatilidad de la producción, y del PIB per cápita, realmente no ha disminuido y, en algunos años, incluso, ha tendido a incrementarse.

El resultado conjunto de la persistencia de la inestabilidad macroeconómica terminó profundizando la dependencia del ciclo económico respecto a los *shocks* externos (dominancia de la balanza de pagos) y limitó el ritmo de crecimiento económico de este país. De hecho, si se compara la tasa de crecimiento alcanzada en el periodo 1990 – 2015, que fue del 3.66% promedio anual, se observa que es apenas superior a la tasa que se reportó en los 80 (3.4%), y estuvo muy por debajo de la tasa obtenida en los setenta (5.7%).

3. PRINCIPALES APORTACIONES

El objeto de esta investigación se planteó bajo la idea de que el desempeño de la economía colombiana durante la fase aperturista ha sido insuficiente en términos productivos, y que muchos de los temores que se habían generado alrededor de este proceso efectivamente se han cumplido. Esta valoración se sostiene a pesar de que la economía colombiana creció a una tasa superior al promedio de América Latina durante el periodo 1990 – 2015, y que hay una serie de indicadores que muestran unos resultados importantes en términos de la estabilidad nominal.

A partir de los referentes teóricos señalados tanto en el Estructuralismo Latinoamericano como del Neoestructuralismo, donde se advirtió el papel determinante que ejercen los *shocks* comerciales y financieros en el ciclo económico de los países en desarrollo, se buscó, por una parte, identificar aquellos rasgos estructurales que hacen que la economía colombiana siga expuesta a este tipo de fenómenos, y por otra, mostrar los mecanismos a través de los cuales actúan los ciclos externos para ejercer su influencia sobre los principales agregados macroeconómicos. Para alcanzar este propósito, en el capítulo 2, se presentó una propuesta de marco teórico donde se resaltan tres aportaciones, que combinan tanto aspectos teóricos como metodológicos:

- La primera aportación de esta investigación tiene que ver con el hecho de haber estructurado una propuesta teórica que explica el concepto de VM desde una perspectiva sistémica, lo cual incluye los factores que la generan, los mecanismos a través de los cuales se transmite, y los efectos que esta ocasiona sobre el crecimiento económico. Este aporte es interesante puesto que en la revisión de literatura se constató que había una carencia muy grande en este aspecto; en particular dentro del enfoque teórico desde el cual se abordó esta investigación (Estructuralismo Latinoamericano y Neoestructuralismo). Más allá de la contribución teórica, dicha propuesta también se pudo desarrollar en el campo empírico, a partir del análisis del caso colombiano.

- La segunda aportación es de tipo metodológico, y tiene que ver con la identificación del canal real dentro de la explicación de la VM. Esta inquietud nació de la revisión de la literatura, donde uno de los enfoques más importantes ha asociado la VM a la probabilidad de que un país se enfrente a algún tipo de crisis financiera (cambiaria, bancaria o de deuda) o real. En dicha propuesta, toman gran relevancia las variables de corto plazo, fundamentalmente de tipo financiero. A diferencia de esta visión, el estudio de la VM dentro de esta investigación se abordó desde una perspectiva estructural, identificando como principal síntoma de este fenómeno la persistencia de la inestabilidad macroeconómica real. Dicho esto, todo el análisis realizado en este estudio se concentró en el examen del comportamiento de las variables reales. Al final, esta decisión fue acertada porque clarificó la relación entre la VM, la inestabilidad macroeconómica y el comportamiento del PIB.

- La tercera aportación se deriva de la visión sistémica bajo la cual se abordó el estudio de la VM, donde se pudo incorporar, dentro del mismo conjunto, el análisis de los *shocks* externos y la evaluación del manejo de los instrumentos de política macroeconómica. Dentro de este ejercicio, se detallaron las relaciones que existen entre los canales de la VM y las diferentes variables implicadas, lo cual generó una mayor capacidad explicativa frente al fenómeno estudiado. Desde el punto de vista metodológico, esta es una aportación significativa que se deriva de esta investigación.

El segundo grupo de aportaciones se deriva de los resultados obtenidos dentro del análisis empírico. Para resaltar los aspectos más importantes, estos se sintetizan en el mismo orden en que se plantearon los objetivos específicos de esta Tesis.

El primer objetivo fue *identificar los mecanismos que explican la influencia de los ciclos comerciales y los financieros sobre los principales desequilibrios macroeconómicos observados en la economía colombiana durante la fase de profundización de la apertura económica*. Los capítulos tercero y cuarto mostraron unos resultados muy relevantes alrededor de este objetivo, que se resumen en tres aportaciones.

- En primer lugar, se describieron los mecanismos concretos a través de los cuales los ciclos comerciales y los financieros terminaron afectando la dinámica de los principales agregados macroeconómicos de Colombia durante el periodo 1990 – 2015. En particular, se pudo mostrar las variables que estuvieron detrás de algunos de los principales desequilibrios observados en la economía de este país y la relación de las mismas con los *shocks* externos. A partir de este ejercicio fue posible examinar aquellos elementos explicativos de la VM que se habían relacionado en la propuesta teórica presentada en el Capítulo 2.

- En segundo lugar, a partir del estudio del caso colombiano, se mostró las razones por las cuales, en un marco donde se han intensificado los movimientos comerciales y los financieros, y en particular aquellos relacionados con los términos de intercambio y los flujos

de capital, son tan importantes los desequilibrios macroeconómicos de mediano plazo; que es un aspecto que se había resaltado dentro de la propuesta teórica derivada del Neoestructuralismo, y particularmente de la Macroeconomía del Desarrollo.

- En tercer lugar, esta investigación permitió mostrar que los factores que están detrás del origen de la VM de la economía colombiana no se pueden eliminar por otro mecanismo que no pase por la transformación del tipo de inserción comercial y las características de la estructura productiva. A partir de los resultados derivados de este estudio, se dio cuenta de que la profundización de la apertura comercial y financiera no fue capaz de asumir dicho rol. Incluso, lo que ha hecho es profundizar las asimetrías externas que había al inicio del periodo de referencia de esta investigación; agregando nuevos factores de exposición ante los efectos derivados de los *shocks* externos.

El segundo objetivo fue *evaluar la relación existente entre la gestión de las autoridades en el manejo de los instrumentos de política macroeconómica (fiscal, monetaria y cambiaria) y los efectos generados en la economía colombiana como resultado de las características de los ciclos externos (comerciales y financieros)*. El capítulo quinto aportó unos resultados muy relevantes para entender este fenómeno, que se resumen en tres aportaciones, una por cada instrumento analizado.

- En cuanto a la política fiscal, esta investigación mostró cómo el manejo de este instrumento de política económica terminó alimentando los efectos procíclicos generados por los *shocks* externos. En términos del consumo público, se subrayó las razones por las cuales este componente del gasto contribuyó a explicar los continuos desfases de la demanda interna, fundamentalmente en los periodos de auge de la economía colombiana. Además, se destacó la relación entre el sesgo procíclico de la FBKF pública y los ciclos comerciales, la cual se explicó por la influencia que ejercieron los ingresos extraordinarios obtenidos por el Estado, que se derivaron de su participación en las rentas de los recursos naturales.

- Con relación a la política monetaria, esta investigación permitió evidenciar las razones por las cuales el Banco de la República, al establecer como objetivo superlativo de la política monetaria el control de la inflación, terminó amplificando los efectos derivados de los *shocks* comerciales y financieros. Además, se detallaron los inconvenientes que plantea el manejo del esquema de inflación objetivo (*inflation targeting*) en términos de la consecución de los objetivos de la economía real.

- Respecto a la política cambiaria, la principal aportación que se deriva de esta investigación es el cuestionamiento hacia la forma cómo se ha conducido este instrumento de política económica durante el periodo de referencia de esta investigación, y particularmente en la fase donde ha estado vigente el tipo de cambio flexible. La objeción hacia el Banco de la República tiene que ver con la falta de una posición más activa frente a la trayectoria del tipo de cambio, teniendo en cuenta la serie de distorsiones que ha generado esta variable en la economía colombiana durante los últimos años.

El tercer objetivo fue examinar el vínculo entre la inestabilidad macroeconómica y el comportamiento del PIB durante el periodo 1990 - 2015. Los capítulos sexto, séptimo y octavo ofrecieron unos resultados muy significativos, donde se destacan tres aportaciones.

- Dentro de la propuesta teórica que se planteó en el Capítulo 2 se afirmó que los efectos generados como resultado de los *shocks* externos sobre los principales agregados de la economía de un país se reflejan en la persistencia de la inestabilidad macroeconómica, y

particularmente en el comportamiento de las variables reales. Para llegar a explicar dicho vínculo fue necesario describir las variables involucradas y los mecanismos de transmisión que dan cuenta de los efectos que estos generan (véase Esquema 9). Desde el punto de vista teórico, esta fue una aportación significativa de esta investigación puesto que permitió relacionar la VM, y sus desencadenantes en la inestabilidad macroeconómica, con el comportamiento del PIB. Siguiendo los argumentos teóricos, se pudo constatar las consecuencias derivadas de la VM sobre la economía colombiana, cuya manifestación más importante estuvo en los desequilibrios generados tanto en las cuentas externas, los precios macroeconómicos clave, especialmente del tipo de cambio, así como en el comportamiento de la demanda agregada, la oferta productiva y el PIB. Los resultados obtenidos en el plano empírico también resultan muy relevantes al permitir refrendar los elementos que se habían citado en el campo teórico.

- Desde una perspectiva metodológica, una aportación que se destaca dentro de esta investigación es el haber canalizado el análisis empírico del impacto de los *shocks* externos sobre la economía colombiana, fundamentalmente, por la vía de la demanda agregada. Dicha decisión, además de ser coherente con los elementos teóricos planteados tanto por el Estructuralismo Latinoamericano como por el Neoestructuralismo, permitió incorporar el estudio el papel que han jugado los instrumentos de política económica, donde se pudo examinar su rol ante la presencia de los ciclos comerciales y los financieros. De acuerdo a los resultados obtenidos dentro de esta investigación, las variaciones de la demanda agregada, y particularmente del gasto interno, son fundamentales para entender el impacto que pueden causar los *shocks* externos sobre la dinámica económica de un país.

- Otro aporte sobresaliente dentro de este estudio tiene que ver con la identificación de las razones por las cuales el mayor grado de apertura comercial y financiera no ha redundado en una modificación favorable ni de la estructura productiva ni del modelo de inserción comercial de la economía colombiana. En este sentido, lo que se encontró dentro de esta investigación es que, debido a las características de los ciclos externos, algunos de los problemas estructurales de la economía colombiana se ahondaron, generando además una profundización de las características históricas de la inserción comercial de este país. Al respecto, también se argumentó que los ciclos comerciales y los financieros afectaron la dinámica de los principales agregados de la economía colombiana, causando una serie de desequilibrios que redundaron en una tasa de crecimiento baja y volátil, una tasa de inversión y ahorro nacional insuficientes, y una reducción de los niveles de competitividad, la cual ha estado asociada al estancamiento de la productividad y a la prevalencia de un tipo de cambio sobrepreciado.

El cuarto objetivo fue *cuantificar los principales cambios de la vulnerabilidad externa de Colombia en el periodo 1990 – 2015*.

A partir de los elementos desarrollados en el Capítulo 8, la principal aportación en este sentido fue mostrar el incremento tanto de la VR como de la VF en la economía colombiana, donde además se pudo argumentar las razones por las cuales este es un resultado relevante en el contexto sudamericano, como también en el comparativo que se hizo con respecto al resto de países seleccionados. Esta contribución es importante porque muestra un indicador concreto de vulnerabilidad externa que, aunque tiene ciertas falencias y limitaciones, muestra varios de los elementos estructurales que hacen parte de dicho fenómeno.

En suma, las contribuciones relacionadas dentro de esta Tesis tienen gran relevancia en el estudio de un fenómeno muy arraigado en el contexto de la economía colombiana como es

la VM. Además, durante el desarrollo de esta investigación se pudo constatar que este fenómeno sigue presente y que las consecuencias para la economía de este país continúan siendo muy significativas.

4. AGENDA DE INVESTIGACIÓN

La temática que se desarrolló dentro de esta investigación es muy amplia, entendiendo que la VM de un país se ve afectada por múltiples factores. En este sentido, se dejaron de lado muchas cuestiones sobre las que se puede profundizar. A continuación se sintetizan algunos de los principales tópicos que permiten, por una parte, dar continuidad a los temas abordados dentro de esta Tesis, y por otra, mejorar la comprensión del fenómeno estudiado.

- A partir de los planteamientos keynesianos y poskeynesianos, desde el enfoque neoestructuralista se sostiene que la estabilidad macroeconómica de un país en un sentido amplio o integral tiene que ver tanto con la consecución de los equilibrios nominales (inflación y déficit fiscal) como con la estabilidad de las variables reales, especialmente de la producción y del empleo (véase Ffrench-Davis, 1996, 2005, 2010, 2012a, 2015; Ocampo, 2001, 2007b, 2012; Bielschowsky, 2009). Dentro de esta investigación, se hizo énfasis en los efectos que generaron los *shocks* externos en la estabilidad de los principales agregados macroeconómicos, y particularmente en el PIB. No obstante, por una cuestión de amplitud, se dejó de lado el estudio del empleo. La única referencia al respecto se presentó en el estudio de oferta productiva, donde se señaló que uno de los fenómenos más sobresalientes del periodo de tiempo estudiado había sido la reducción de la tasa de creación de empleo. Además, se mostró que en los últimos años esta variable había crecido más en términos de cantidad que de calidad.

Teniendo en cuenta las consideraciones mencionadas, una línea de investigación que necesariamente debe abordarse está en el análisis de la dinámica del empleo, enfatizando en los principales cambios de esta variable durante la fase de profundización de la apertura económica, especialmente por la influencia que ejercieron sobre la misma los ciclos comerciales y los financieros, así como por las características que adoptó el ciclo económico de este país durante este periodo de tiempo. Al respecto, es importante tener en cuenta que el empleo es una variable fundamental para enfrentar los problemas de distribución del ingreso e inequidad, que han sido algunos de los rasgos estructurales de las economías latinoamericanas (véase Ffrench-Davis, 2015), y particularmente de Colombia; y que además han ocupado un lugar central dentro de la propuesta neoestructuralista (véase CEPAL, 1990).

- Dentro de esta investigación se ha enfatizado en la importancia que tiene el manejo de los instrumentos de política económica en el objetivo de enfrentar los efectos desestabilizadores originados por los *shocks* externos, especialmente en el caso de las economías en desarrollo. Sin desconocer que el mayor grado de apertura comercial y financiera reduce el espacio para la aplicación de las medidas de política económica, esta no debe ser la justificación para que los gobiernos abandonen su papel en el diseño e implementación de algunos mecanismos que permitan reducir el impacto generado por los ciclos externos.

En el caso de los flujos financieros, es importante ahondar en la investigación tendiente a desarrollar nuevas herramientas para los controles de los flujos de capital y una intervención más contundente del banco central en el mercado cambiario. En el caso colombiano, si bien es cierto que estos instrumentos se han utilizado, no han tenido los resultados esperados (véase Ocampo *et al*, 2015). Esta consideración se deriva del análisis de las consecuencias generadas como resultado de la trayectoria que adoptó el tipo de cambio y los efectos que

generó la dinámica de este precio en la economía colombiana, especialmente en la última década.

En el caso de la política fiscal, se requiere ahondar en la exploración de distintos mecanismos que permitan reducir la influencia de los ciclos comerciales en las finanzas públicas. Desde el Neoestructuralismo, se ha sugerido el uso de diferentes instrumentos que van desde la adopción de reglas fiscales hasta la constitución de los llamados fondos soberanos, que han tenido relativo éxito en países como Chile. En el caso colombiano, si bien es cierto que se ha avanzado en el primer punto, en el segundo los avances son muy escasos. Ahora, dado que la implementación de estas medidas es reciente, también se requiere evaluar su verdadero impacto.

- Para el desarrollo de esta investigación se tomó como periodo de referencia el lapso 1990 – 2015. A partir de los resultados obtenidos dentro de este trabajo, se justifica ampliar el periodo de análisis. La razón principal está en la necesidad de investigar más a profundidad el comportamiento de la economía colombiana durante la fase de desaceleración de la actividad productiva que se inició hacia el año 2014, que representa el final de uno los periodos más favorables de los términos de intercambio en la historia de este país, que coincidió además con unas condiciones de financiamiento externo excepcionales (véase Ocampo *et al.* 2015). Lo que se ha podido observar en los últimos años es una reducción de la tasa de crecimiento del PIB, que pasó de mostrar una tasa media del 4% a un promedio de alrededor del 2%. Si bien es cierto que esta dinámica se pudo observar en el año 2015, que es donde finaliza esta investigación, se advirtió que los efectos principales estarían en los años posteriores. Por tal motivo, es muy importante ahondar en el examen de dicho fenómeno.

- En el desarrollo de esta investigación se encontró que las ramas de la actividad económica que más se han perjudicado como resultado de la intensificación de la apertura económica de las últimas décadas han sido la industria manufacturera y las que hacen parte del sector primario, excluyendo minas y canteras. Ante este hecho, una de las debilidades más importantes que se ha citado dentro del manejo de la política económica colombiana es la ausencia de unas medidas de desarrollo productivo, y en particular de una política industrial.

A partir de los resultados encontrados dentro de esta investigación, cabe preguntarse: ¿en un escenario de mayor apertura comercial y financiera, hay espacio para la aplicación de medidas de política económica para el desarrollo productivo?, ¿cuáles deberían ser esas políticas y cómo se aplicarían en la economía colombiana? Las interrogantes que se plantean están enmarcadas dentro del enfoque neoestructuralista, donde se sugiere retomar dicha discusión luego de un balance muy pobre en estos términos durante las últimas décadas (véase Ocampo, 2007a, 2011, 2015). Bajo este enfoque, la industria manufacturera, e incluso el sector primario, continúan jugando un rol significativo en el propósito de lograr cambios relevantes dentro de la estructura productiva de estos países, que necesariamente redundarían en unos niveles de crecimiento más altos y sostenidos, y que además contribuirían a modificar el modelo de inserción comercial basado en la explotación de recursos naturales. El desarrollo de esta línea de investigación es muy importante en la medida que representa el camino correcto hacia la reducción del grado de exposición de la economía colombiana ante los efectos generados como resultado de los *shocks* externos.

- A partir de los resultados encontrados dentro de este estudio se encontró que, a pesar de que el modelo de especialización productiva de la economía colombiana sigue basado en la explotación de recursos naturales, uno de los cambios más importantes que se han presentado en los últimos años es la mayor importancia que adquirió el petróleo y los

productos mineros; en detrimento del café, que fue el principal producto de exportación de Colombia durante el siglo XX. Dicho fenómeno no es gratuito ni en términos económicos ni sociales. Ante este hecho, es necesario profundizar en el estudio de los efectos que ha generado el mismo, especialmente si se entiende que hay diferencias profundas entre una y otra actividad, empezando porque el petróleo es mucho más intensivo en capital, genera menos puestos de trabajo, y probablemente las complementariedades con otros sectores son menores.

- En la última parte de esta investigación se hizo una aplicación de un indicador de vulnerabilidad externa a la economía colombiana. Dentro de este ejercicio, se advirtió que, a pesar de las bondades de esta medida, fundamentalmente porque recoge varios de los elementos estructurales asociados a la VM, existen varias falencias de tipo metodológico y conceptual que es necesario examinar. En este sentido, es posible ahondar en la investigación para mejorar este indicador. Por una parte, se podría incorporar las exportaciones de manufacturas de una manera desagregada, incluyendo aquellas que están clasificadas dentro de alguna de las categorías tecnológicas. Por otra parte, se puede examinar la posibilidad de incluir otras variables como el tipo de cambio, el saldo de la cuenta corriente, la tasa de inversión, el porcentaje de la IED que se destina a la FBKF etc. La justificación para el desarrollo de un indicador de VM se encuentra en la posibilidad de hacer comparaciones tanto en términos temporales como entre países.

- Dentro del análisis del impacto generado por los *shocks* externos en el crecimiento económico de Colombia durante el periodo de referencia de esta investigación se hizo una aplicación de la Ley de Thirlwall. Desde el punto de vista metodológico, las elasticidades ingreso y precio se calcularon de manera agregada. No obstante, hay otras propuestas donde dichos parámetros se estiman diferenciando las actividades económicas. El desarrollo de esta línea de investigación, sin lugar a dudas, va a ofrecer una mejor comprensión de las características del modelo de especialización productiva de este país.

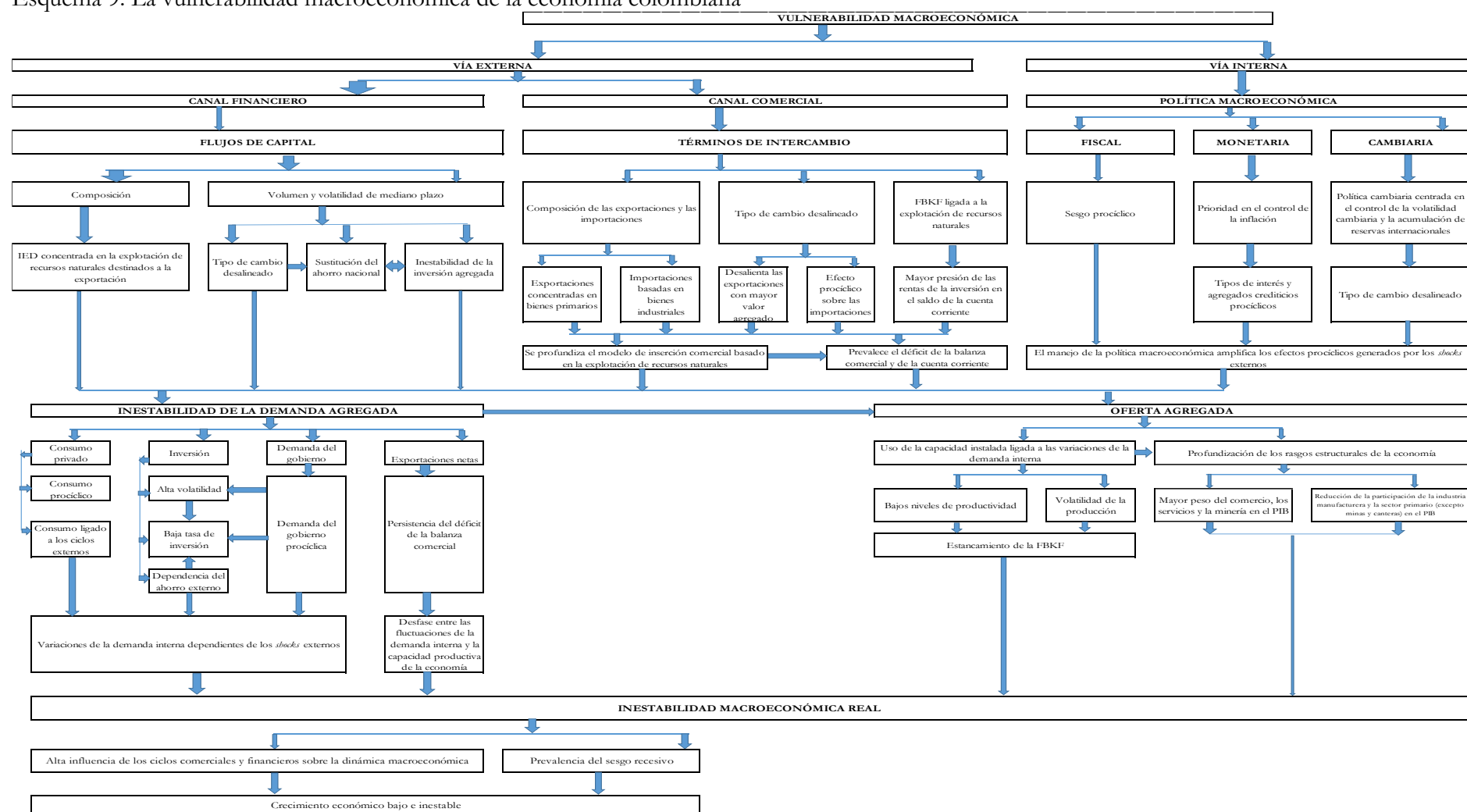
- Dentro de las medidas de política comercial adoptadas en Colombia durante los últimos años, especialmente desde principios de los 2000, se han firmado varios tratados de libre comercio, destacándose los acuerdos con Estados Unidos y con la Unión Europea. Teniendo en cuenta la estructura de esta investigación, no se ahondó en los resultados generados a partir de las medidas que se han tomado en esta materia. Bajo estas consideraciones, se requiere evaluar el impacto generado por los mismos en la estructura comercial del país, buscando cuantificar las consecuencias tanto en la dinámica de las exportaciones como en los flujos de importaciones. Esta línea de investigación es muy importante en la medida que permite dar cuenta de dos aspectos: por una parte, de los beneficios que supuestamente generan este tipo de medidas para la economía colombiana, y por otra, del grado real de aprovechamiento de los mismos.

- A pesar de que en el desarrollo de esta investigación se delimitó el concepto de VM, atendiendo al efecto que juegan los *shocks* externos y la política económica sobre los principales agregados macroeconómicos, también se advirtió que una variable fundamental que explica dicho fenómeno es la estructura productiva. Por tal motivo, en este estudio se hizo alusión a los principales cambios que se dieron en la economía colombiana durante el periodo de estudio de referencia, señalando aquellas ramas de la actividad económica que habían ganado peso dentro de la estructura productiva de este país, además de las que perdieron participación. En este ejercicio, se buscó relacionar los efectos de los ciclos comerciales y financieros sobre la dinámica de la oferta, y particularmente sobre la senda que siguieron la industria manufacturera y el sector primario. No obstante, se debe profundizar

en este análisis, puesto que se requiere un estudio mucho más pormenorizado que proporcione información acerca de los encadenamientos sectoriales, lo cual puede potenciar la capacidad explicativa para entender mejor los fenómenos mencionados. Además, es importante conocer no solamente los cambios que se dieron entre las diferentes ramas de la actividad económica, que es algo general, sino también al interior de las mismas. Por las razones señaladas, esta línea de investigación que se abre es muy relevante.

- En el marco teórico se advirtió acerca de la necesidad de que los países en desarrollo aceleren la acumulación de capital, incrementen la productividad y aumenten el ritmo de crecimiento económico como medida para reducir las asimetrías productivas en el contexto internacional. A la luz de los resultados obtenidos para la economía colombiana, se indicó que la PTF fue negativa. Dado que el estudio de este aspecto se desarrolló de manera general, debe profundizarse en el análisis del mismo, buscando comprender las particularidades de cada uno de los sectores, incluidos aquellos donde se supone que la productividad es baja, como en el caso del comercio y los servicios, y la misma construcción; que estuvieron dentro de las actividades que jalaron el crecimiento económico durante el periodo de tiempo estudiado. Dentro de esta investigación, la principal limitación que se encontró es que la mayor parte de la información solamente se encuentra para la industria manufacturera. Por tanto, hace falta emprender la tarea para el resto de ramas de la actividad económica.

Esquema 9. La vulnerabilidad macroeconómica de la economía colombiana



Fuente: elaboración propia

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abel, A.B., Bernanke, B.S., & Croushore, D. (2011). *Macroeconomics*, Sixth Edition, Addison-Wesley, Boston.
- Abeles, M., & Valdecantos, S. (2016). Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe. Un análisis estructural. *Serie Estudios y Perspectivas*, 49, CEPAL, Buenos Aires.
- Abrego, L., & Osterholm, P. (2008). External Linkages and Economic Growth in Colombia: Insights from A Bayesian VAR Model. *Working Paper*, 146, IMF.
- Acosta, A. (2011). Extractivismo y neoextractivismo: dos caras de la misma maldición. En: Lang, M. y Moncrani, D. (Eds.), *Más allá del desarrollo* (pp. 83-118). Grupo permanente de trabajo sobre alternativas al desarrollo, Fundación Rosa Luxemburg, Primera edición, Quito, Ecuador: Abya Yala.
- Agénor, P. & Montiel, P. (2000). *La macroeconomía del desarrollo*. Primera edición en español. México: Fondo de Cultura Económica.
- Agénor, P. R., McDermott, C. J., & Prasad, E. S. (2000). Macroeconomic fluctuations in developing countries: some stylized facts. *The World Bank Economic Review*, 14(2), 251-285.
- Aguiar, M., & Gopinath, G. (2007). Emerging market business cycles: the cycle is the trend, *Journal of Political Economy*, 115 (1), 69-102.
- Ahmed, S., & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: a brave new world?, *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.
- Alfonso, V., Arango, L., Arias, F., Cangrejo, G., & Pulido, J. (2013). Ciclos de negocios en Colombia: 1975-2011. *Lecturas de Economía*, (78), 115-149.
- Alonso, G. A., Montes, E., & Varela, C. (2003). Evolución de los Flujos de Capital y de la Deuda Externa del Sector Privado en Colombia 1990-2003. *Borradores de Economía*, 266, Banco de la República.
- Alonso, J.A. (1999). Growth and the external constraint: lessons from the Spanish case. *Applied Economics*, 31(2), 245-253.
- Alwang, J., Siegel, P. B., & Jorgensen, S. L. (2001). Vulnerability: a view from different disciplines. *Discussion Paper Series*, 0115. Social Protection Unit, World Bank, Washington DC.
- Angeon, V., & Bates, S. (2015). Reviewing composite vulnerability and resilience indexes: a sustainable approach and application. *World Development*, 72, 140-162.
- Arango, L., Arias, F., Flórez, L., & Jalil, M. (2008). Cronología de los ciclos de negocios recientes en Colombia. *Lecturas de Economía*, (68), 9-37.
- Arestis, P., Ferrari-Filho, F., & de Paula, L. F. (2011). Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics*, 25(2), 127-148.
- Arias, F., Garrido, D., Parra, D., & Rincón, H. (2013). ¿Responden los diferentes tipos de flujos de capitales a los mismos fundamentos y en el mismo grado?: evidencia reciente para países emergentes. En: Rincón, H. y Velasco, A. (Eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 53-82). Primera Edición. Bogotá: Banco de la República.
- Armenta, A., Fernández, A., & Sánchez, F. (2007). Historia monetaria de Colombia en el siglo XX: Grandes tendencias y episodios relevantes. En: *Economía colombiana en el siglo XX: un análisis cuantitativo* (pp. 313-383). Bogotá: Fondo de Cultura Económica.
- Arteaga, C., Granados, J., & Joya, J. O. (2013). El comportamiento del tipo de cambio real en Colombia: ¿explicado por sus fundamentales? *Ensayos sobre Política Económica*, 31(72), 1-17.

- Arteaga, C., Huertas, C., & Olarte, S. (2013). Índice de desbalance macroeconómico. En: Rincón, H. y Velasco, A. (Eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 301-336). Primera Edición. Bogotá: Banco de la República.
- Atkins, J., Mazzi, S., & Ramlogan, C. (1998). *A study of the vulnerability of developing and island states: a composite index*. London: Commonwealth Secretariat.
- Auty, R. (1990). *Resource-based industrialization: sowing the oil in eight developing countries*. Oxford University Press, New York.
- Auty, R. (1993). *Sustaining development in mineral economies: the resource curse theses*. Routledge, London.
- Auty, R. (2001). *Resource Abundance and Economic Development*. World Institute for Development Economics Research, Oxford University Press.
- Avella, M., & Fergusson, L. (2003). El ciclo económico, enfoques e ilustraciones. Los ciclos económicos de Estados Unidos y Colombia. *Borradores de Economía*, 284, 1-78.
- Bahmani-Oskooee, M., & Ratha, A. (2004). The J-curve: a literature review. *Applied Economics*, 36(13), 1377-1398.
- Bahmani-Oskooee, M., Kutan, A., & Ratha, A. (2008). The S-curve in emerging markets. *Comparative Economic Studies*, 50(2), 341-351.
- Baier, S.L., & Bergstrand, J.H. (2001). The growth of world trade: tariffs, transport costs, and income similarity, *Journal of International Economics*, 53 (1), 1-27.
- Balassa, B. (1964). The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72(6), 584-596.
- Banco Mundial (2006). *Economic Growth in the 1990s: Learning From a Decade of Reform*, Banco Mundial, Washington D.C.
- Banco Mundial (2010). *Los recursos naturales en América Latina y el Caribe, ¿Más allá de las bonanzas y crisis?* Primera edición, Colombia.
- Barajas, A., Steiner, R., Villar, L., y Pabón, C. (2014). Inflation targeting in Latin America, *Working Paper*, 473, Inter-American Development Bank.
- Barbosa-Filho, N. H. (2008). Inflation targeting in Brazil: 1999–2006. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 187-200.
- Baritto, F. (2009). Disasters, vulnerability and resilience from a macro-economic perspective, Lessons from the empirical evidence. *Background paper for the 2009 ISDR Global Assessment Report on Disaster Risk Reduction*. Recuperado de: <https://www.preventionweb.net/english/hyogo/gar/background-papers/documents/Chap2/Baritto-Macroeconomic-Report.pdf>
- Barro, R., & Sala-i-Martin, X. (1991). Convergence across States and Regions. *Brookings Papers on Economic Activity*, 22(1), 107-182.
- Barros, E., Pateiro, C., Salcines, J. V., & Pateiro López, C. (2017). El esquema de objetivos de inflación: Evidencia para América Latina (1999-2015). *Estudios de Economía*, 44(2), 223-250.
- Bates, S., Angeon, V., & Ainouche, A. (2014). The pentagon of vulnerability and resilience: A methodological proposal in development economics by using graph theory, *Economic Modelling*, 42, 445-453.
- Baxter, M., & King, R. G. (1999). Measuring business cycles: approximate band-pass filters for economic time series. *Review of Economics and Statistics*, 81(4), 575-593.
- Bello, O., Heresi, R., & Pineda-Salazar, R. (2010). El tipo de cambio real de equilibrio: un estudio para 17 países de América Latina. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 82, CEPAL.
- Bernal, R. (2003). Monetary policy rules in Colombia. *Desarrollo y Sociedad*, (51), 37-53.

- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of macroeconomics*, 1, 1341-1393.
- Betancourt, Y. R., & Vargas, H. (2008). Encajes bancarios y la estrategia de inflación objetivo. *Borradores de Economía*, 533.
- Bhagwati, J. (1958). Immiserizing growth: a geometrical note. *The Review of Economic Studies*, 25(3), 201-205.
- Bielschowsky, R. (2009). Sesenta años de la CEPAL: estructuralismo y neoestructuralismo. *Revista de la CEPAL*, 97, 173-194.
- Bielschowsky, R., Izam, M., & Mulder, N. (2011). Dos estudios de la evolución del pensamiento de la CEPAL sobre la diversificación productiva y la inserción internacional (1949-2008). *Series Comercio Internacional*, 12, Santiago de Chile.
- Blanchard, O., & Galí, J. (2007). Real wage rigidities and the New Keynesian model. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(s1), 35-65.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., and Mauro, P. (2010). *Rethinking macroeconomic policy*. IMF Staff Position Note. International Monetary Fund, Washington.
- Bordo, M. D. (2003). Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. *NBER Working Paper*, 9654, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Bresser-Pereira, L. (2004). Método y pasión en Celso Furtado. *Revista de la CEPAL*, 84, 19-33.
- Bresser-Pereira, L. C., & Gala, P. (2008). ¿Por qué el ahorro externo no promueve el crecimiento? *Investigación Económica*, 67(263), 107-130.
- Briguglio, L. (1995). Small island developing states and their economic vulnerabilities, *World Development*, 23 (9), 1615-1632.
- Briguglio, L. (2003). The vulnerability index and Small Island Developing States: A review of conceptual and methodological issues. In *AIMS Regional Preparatory Meeting on the Ten Year Review of the Barbados Programme of Action*. Praia, Cape Verde.
- Briguglio, L. (2004). Economic vulnerability and resilience: concepts and measurements. In *Briguglio, L. and Kisanga, E.J. (eds), Vulnerability and Resilience of Small States* (pp. 43-53). Commonwealth Secretariat and the University of Malta.
- Briguglio, L. (2014). A vulnerability and resilience framework for small states. In: *Bynoe-Lewis, D (ed.). Building the resilience of small states: A revised framework*. London Commonwealth Secretariat.
- Briguglio, L., & Galea, W. (2003). Updating and augmenting the economic vulnerability index. *Occasional paper*, University of Malta.
- Briguglio, L., Cordina, G., Farrugia, N., & Vella, S. (2006). *Conceptualizing and measuring economic resilience*. Mimeo, Department of Economics, University of Malta
- Briguglio, L., Cordina, G., Farrugia, N., & Vella, S. (2008). Economic Vulnerability and Resilience: Concepts and Measurements. *Research Paper*, 2008-55. United Nations University, Helsinki, Finland.
- Briguglio, L., Cordina, G., Farrugia, N., & Vella, S. (2009). Economic vulnerability and resilience: concepts and measurements. *Oxford Development Studies*, 37(3), 229-247.
- Britto, G. (2008). Thirlwall's Law and the Long-Term Equilibrium Growth Rate: an Application for Brazil (1951-2006). *Cambridge Centre for Economic and Public Policy*. CCEPP WP01-08
- Burns, A. M. & Mitchell W. C. (1946). *Measuring Business Cycles*. National Bureau of Economic Research, New York.

- Busso, G. (2001). Vulnerabilidad social: nociones e implicancias de políticas para Latinoamérica a inicios del siglo XXI. *Seminario internacional las diferentes expresiones de la vulnerabilidad social en América Latina y el Caribe*, 20-21/06/2001, CEPAL, Santiago de Chile.
- Bustamante, C. (2011). Política monetaria contra cíclica y encaje bancario. *Borradores de Economía*, 646.
- Cabrera, M. (2013). *10 años de revaluación*. Primera Edición, Bogotá: Oveja Negra.
- Calvo, C., & Dercon, S. (2005). Measuring individual vulnerability. *Working Paper*, 229. Department of Economics, University of Oxford.
- Calvo, G. (2002). Explaining sudden stop, growth collapse and BOP crisis: the case of distortionary output taxes. *IMF Staff Papers*, 50 (special issue), 1-20.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, 40(1), 108-151.
- Calvo, G.A., Leiderman, L. & Reinhart, C.M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s, *The Journal of Economic Perspectives*, 10 (2), 123-139.
- Campodónico, H. (2004). Reformas e inversión en la industria de hidrocarburos de América Latina. *Serie Recursos Naturales e Infraestructura*, 78, CEPAL, Santiago de Chile.
- Cárcamo-Díaz, R., & Pineda-Salazar, R. (2014). Economic Growth and Real Volatility. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 161 (LC/L.3933). Santiago de Chile: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC).
- Cárdenas, M., & Steiner, R. (1997). El Flujo de los Capitales Privados en Colombia. *Cuadernos de Economía*, 34(103), 309-337.
- Cariolle, J. (2012). Measuring macroeconomic volatility: applications to export revenue data, 1970 - 2005. Working paper, 114, Foundation for International Development Study and Research.
- CEPAL (1990). *Transformación productiva con equidad*. Libros de la CEPAL, 25, Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2000). *A matter of development: how to reduce vulnerability in the face of natural disasters*. Joint ECLA-IDB paper presented at the seminar Confronting Natural Disasters: A Matter of Development, New Orleans, March 25-26, 2000.
- CEPAL (2001). *Crece con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*. Ocampo, J.A. (coord.), CEPAL, Santafé de Bogotá: Alfaomega.
- CEPAL (2002). *Globalización y desarrollo: una reflexión desde América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile.
- CEPAL (2004a). *América Latina y el Caribe en la era global*. Publicación de las Naciones Unidas. Bogotá: Alfaomega.
- CEPAL (2004b). *Desarrollo productivo en economías abiertas*. Trigésimo período de sesiones de la CEPAL. San Juan de Puerto Rico.
- CEPAL (2007). *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2006-2007*. Documento informativo, Santiago de Chile.
- CEPAL (2008). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008: política macroeconómica y volatilidad*. Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2010). *La hora de la igualdad: brechas por cerrar, caminos por abrir*. Trigésimo tercer período de sesiones de la CEPAL, Brasilia. Santiago de Chile.

- CEPAL (2012). *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo*. Trigésimo cuarto período de sesiones de la CEPAL. Naciones Unidas, San Salvador.
- CEPAL (2013). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2013: tres décadas de crecimiento económico desigual e inestable*. CEPAL, Santiago de Chile.
- CEPAL (2014). *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo*. Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- CEPAL (2016). *Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible*. Trigésimo sexto período de sesiones de la CEPAL, 23 a 27 de mayo de 2016, Ciudad de México.
- CEPAL (2017). *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, 2017*. Publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Chambers, R. (1989). Vulnerability: how the poor cope. *IDS Bulletin*, 20 (2), Institute of Development Studies, University of Sussex, Brighton, Gran Bretaña
- Chavarro, F., Grautoff, M., y Mancipe, E (2012). Estimación de la relación entre el nivel de precios y la tasa de cambio para Colombia (1991-2006), mediante el filtro de Kalman. *Semestre Económico*, 15(31), 99-126.
- Cimoli, M. (Comp.) (2005), *Heterogeneidad estructural, asimetrías tecnológicas y crecimiento en América Latina*. CEPAL/BID. Santiago de Chile.
- Clavijo, S. (2002). Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002). *Ensayos Sobre Política Económica*, 42, 87-142.
- Clavijo, S., Vera A., y Fandiño A. (2012). *La desindustrialización en Colombia: análisis cuantitativo de sus determinantes*. Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), Bogotá.
- Clavijo, S., Vera, A., & Fandiño, A. (2013). *Desindustrialización en Colombia: ¿qué hacer ahora?* Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), Bogotá.
- Clements, B., Faircloth, C., & Verhoeven, M. (2007). Gasto público en América Latina: tendencias. *Revista de la CEPAL*, 93, 39-62.
- Conference Board (2017). *Total Economy Database. A detailed guide to its sources and methods*. Recuperado de https://www.conferenceboard.org/retrievefile.cfm?filename=TED_SMDetailed_nov2017.pdf&type=subsite
- Consejo Privado de Competitividad (Ed.) (2017). *Productividad: la clave del crecimiento para Colombia*. Universidad de los Andes. Bogotá
- Corden, W., y Neary, J. (1982). Booming sector and de-industrialisation in a small open economy. *The Economic Journal*, [e-journal] 92 (368), 825-848.
- Cordero, J., & Montecino, J. (2010). *Capital Controls and Monetary Policy in Developing Countries*. Center for Economic and Policy Research. Washington, D.C.
- Cordina, G. (2004). Economic vulnerability and economic growth: some results from a neo-classical growth modelling approach. *Journal of Economic Development*, 29(2), 21-39.
- Correa, A. (2004). Canales de transmisión monetaria: una revisión para Colombia. *Economía, Gestión y Desarrollo*, 2, 9-31.
- Dabla-Norris, E., & Gündüz, Y. B. (2014). Exogenous shocks and growth crises in low-income countries: A vulnerability index. *World Development*, 59, 360-378.
- Dabús, C. D., Delbianco, F., & Monterubbianesi, P. D. (2016). Inestabilidad, crecimiento y desempeño económico: evidencia de 17 países de América Latina, 1980-2014. *Semestre Económico*, 19(41), 117-136.
- Departamento Nacional de Planeación [DNP] (1991). *La revolución pacífica. Plan de Desarrollo Económico y Social 1990 - 1994*. Santa Fe de Bogotá: Impreandes

- Dercon, S. (2006). Vulnerability: a micro perspective. Oxford University, Queen Elizabeth House (QEH), *Working Paper*, 149.
- Devlin, R., Ffrench-Davis, R., & Griffith-Jones, S. (2005). Flujos de capitales y el desarrollo en los años noventa: implicaciones para las políticas económicas. En: *Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina* (pp. 107-134), CEPAL, Bogotá: Mayol Ediciones.
- Di Filippo, A. (2009). Estructuralismo latinoamericano y teoría económica. *Revista de la CEPAL*, 98, 181-202.
- Dornbusch, R., Fisher, S., & Startz, R. (2014). *Macroeconomía*, 12ª Edn, McGraw-Hill, Madrid.
- Echavarría, J. J., González, A., López, E., & Rodríguez, N. (2013). Choques internacionales reales y financieros y su efecto en la economía colombiana. En: Rincón, H. y Velasco, A. (eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 191-236). Primera Edición. Banco de la República. Bogotá.
- Echavarría, J. J., López, E., y Misas, M. (2008). La tasa de cambio real de equilibrio en Colombia y su desalineamiento. Estimación a través de un modelo SVEC. *Ensayos de Política Económica*, 26(57), 1-39.
- Echavarría, J. J., Vásquez, D., & Villamizar, M. (2010). Impacto de las intervenciones cambiarias sobre el nivel y la volatilidad de la tasa de cambio en Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, 28(62), 12-69.
- Echeverry, J.C., Bonilla, A., & Moya, A. (2006). Rigideces institucionales y flexibilidad presupuestaria: los casos de Argentina, Colombia, México y Perú. *Documentos CEDE*, 33, Universidad de los Andes.
- Edwards, S., Cavallo, D. F., Fraga, A., & Frenkel, J. (2003). Exchange rate regimes. In: *Economic and financial crises in emerging market economies* (pp. 31-92). University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. (2007). The real exchange rate and economic growth. *Social and Economic Studies*, 56(4), 7-22.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2007). Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: why they are not the same and why it matters. In Sebastian Edwards (ed.) *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences* (pp. 121-64). Chicago: University of Chicago Press.
- Elliott, D. R., & Rhodd, R. (1999). Explaining growth rate differences in highly indebted countries: an extension to Thirlwall and Hussain. *Applied Economics*, 31(9), 1145-1148.
- Engle, R. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of UK inflation. *Econometrica*, 50, 987-1008.
- Engle, R. (2003). Risk and volatility: Econometric models and financial practice. *The American Economic Review*, 94(3), 405-420.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.
- Epstein, G., & Yeldan, E. (2009). Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives. In Epstein, G. and Yeldan, E. (Eds.), *Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives*, 3-27, Northampton, Massachusetts.
- Epstein, G. (2002). Employment-oriented central bank policy in an integrated world economy: a reform proposal for south Africa. *Working paper*, 39, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.
- Erten, B., & Ocampo, J. A. (2013). Super cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century. *World Development*, 44, 14-30.
- Fajnzylber, F. (1983). *La industrialización trunca de América Latina*. México: Nueva Imagen.

- Fajnzylber, F. (1990). Industrialización en América Latina: de la caja negra al casillero vacío. *Cuadernos de la CEPAL*, 60, CEPAL, Santiago de Chile.
- Fajnzylber, P., & López, J. H. (Eds.) (2008). *Remittances and development: lessons from Latin America*. World Bank. Washington.
- Fanelli, J. M. (ed.) (2008). *Macroeconomic volatility, institutions, and financial architectures: the developing world experience*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Feenstra, R.C. (1998). Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy, *The Journal of Economic Perspectives*, 12 (4), 31-50.
- Fernández, C. (2005). La política monetaria y los ciclos económicos en Colombia en los últimos 35 años. *Coyuntura Económica*, 35(2), 101-105.
- Fernandez-Arias, E. (1996). The new wave of private capital inflows: push or pull? *Journal of Development Economics*, 48(2), 389-418.
- Ferreira, A., & Canuto, O. (2003). Thirlwall's Law and foreign capital in Brazil. *Momento Económico*, 125, 18-29.
- Ffrench-Davis, R. (1988). Esbozo de un planteamiento neoestructuralista. *Revista de la CEPAL*, 34, 37-44, Santiago de Chile.
- Ffrench-Davis, R. (1996). Políticas macroeconómicas para el crecimiento. *Revista de la CEPAL*, 60.
- Ffrench-Davis, R. (2006). Globalización financiera y desarrollo nacional. *Estudios Internacionales*, 39(154), 69-78.
- Ffrench-Davis, R. (2008). From financieristic to real macroeconomics: Seeking development convergence in emerging economies. *Working paper*, 44, Commission on Growth and Development, World Bank, Washington.
- Ffrench-Davis, R. (2009a). Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo. *Revista de la CEPAL*, 97, 1-32.
- Ffrench-Davis, R. (2009b). Políticas macroeconómicas para el desarrollo en América Latina. *CIDOB d'affers internacionals*, 109-131.
- Ffrench-Davis, R. (2010). Macroeconomía para el desarrollo: desde el financierismo al productivismo, *Revista de la CEPAL*, 102, 7-27.
- Ffrench-Davis, R. (2012a). Empleo y estabilidad macroeconómica real: el rol regresivo de los flujos financieros en América Latina. *Revista Internacional del Trabajo*, 131(1-2), 23-46.
- Ffrench-Davis, R. (2012b). ¿Qué ha fallado en la macroeconomía y finanzas suramericanas desde los años noventa? *El trimestre Económico*, 79(314), 263-286.
- Ffrench-Davis, R. (2015). Neoestructuralismo y macroeconomía para el desarrollo. En: Bárcena, A. y Prado, A. (eds.), *Neoestructuralismo y Corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (pp. 119-143), CEPAL, Santiago de Chile.
- Ffrench-Davis, R. (Ed.). (2005). *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*. CEPAL, Bogotá: Mayol Ediciones.
- Ffrench-Davis, R. y H. Reisen (1998) (eds.). *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*. Segunda edición, Santiago de Chile: McGraw-Hill.
- Ffrench-Davis, R., & Ocampo, J. A. (2001). Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes. En Ffrench-Davis, R. (Comp.) *Crisis financieras en países exitosos* (pp. 1-41). CEPAL, Santiago de Chile: McGraw-Hill/Interamericana de Chile LTDA.
- Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485-512.

- Fondo Monetario Internacional [FMI] (1998). Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability. In FMI (editor), *World Economic Outlook*, chapter IV, 74-97, Washington.
- Fondo Monetario Internacional [FMI] (2009). *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*. Sexta edición. Washington.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2010). *The IMF-FSB Early warning exercise. Design and methodological toolkit*, 1-41. Recuperado de <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/090110.pdf>
- Fondo Monetario Internacional [FMI] (2011). *Managing volatility: a vulnerability exercise for low-income countries*. Prepared by the Strategy, Policy, and Review, Fiscal Affairs, and Research Departments in consultation with Area Departments. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/103111a.pdf>
- Frankel, J. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. *Essays in International Finance*, 215, Princeton University, International Finance Section.
- Frankel, J. (2010). Monetary policy in emerging markets: A survey. Friedman, B., & Woodford, M. (eds.), *Handbook of Monetary Economics* (pp. 14-39), 3B. Kennedy School of Government, Harvard University
- Frankel, J., & Romer, D. (1999). ¿Does trade cause growth? *The American Economic Review*, 89 (3), 379-399.
- Frankel, J., & Saravelos, G. (2012). Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008–09 global financial crisis. *Journal of International Economics*, 87(2), 216-231.
- Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de Economía Política*, 23(3), 94-111.
- Frenkel, R. (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, 2(3-4), 21-32.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2009). La crisis mundial desde la perspectiva de los países en desarrollo: algunas reflexiones. *Nueva Sociedad*, (224), 86-103.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2010). A concise history of exchange rate regimes in Latin America. *Working Paper*, 97, University of Massachusetts, Department of Economics.
- Frenkel, R., & Taylor, L. (2006). Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment: economic development in a garden of forking paths. *Working Paper. 19*, UNDESA, United Nations, New York.
- Fuentes, J. A. (ed.) (2014). Inestabilidad y desigualdad: la vulnerabilidad del crecimiento en América Latina y el Caribe. *Libros de la CEPAL*, 128, CEPAL, Santiago de Chile.
- Galindo, L. M., & Ros, J. (2008). Alternatives to inflation targeting in Mexico. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 201-214.
- Garavito, A., Iregui, A. M., & Ramírez, M. T. (2012). Inversión Extranjera Directa en Colombia: Evolución reciente y marco normativo. *Borradores de Economía*, 713, Banco de la Republica de Colombia.
- Garavito, A., Iregui, A. M., & Ramírez, M. T. (2013). Inversión extranjera directa en Colombia: evolución, indicadores y determinantes por firma. En: Rincón, H. y Velasco, A. (Eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 83-136). Primera Edición. Banco de la República. Bogotá.
- Garavito, A., Huertas, C. A., López, D., Parra, J., Ramos, M. A. (2011). Construcción del índice de términos de intercambio para Colombia. *Borradores de Economía*, 639, Banco de la República.

- García, C. (2002). *Entradas de capital, gestión macroeconómica y crisis en economías emergentes: Tailandia, Malasia e Indonesia (1987-1997)*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- García, C. (2003). Regímenes cambiarios en economías emergentes. Algunas ventajas y desventajas. *Boletín ICE Económico: Información Comercial Española*, 2761, 31-47.
- García, M., & Quevedo, A. (2005). Crecimiento económico y balanza de pagos: evidencia empírica para Colombia. *Cuadernos de Economía*, 24(43), 83-104.
- Gavin, M., & Perotti, R. (1997). Fiscal Policy in Latin America. In: Bernanke, B. & Rotemberg, J. (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, 11-61, Cambridge, MIT Press.
- Gavin, M., Hausmann, R., & Leiderman, L. (1997). The macroeconomics of capital flows to Latin America: experience and policy Issues. *Working Paper*, 310, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Gelb, A. H. (1988). *Oil windfalls: blessing or curse?* Oxford University Press, New York.
- Ghosh, S. R., & Ghosh, A. R. (2003). Structural vulnerabilities and currency crises. *IMF Economic Review*, 50(3), 481-506.
- Giraldo, A. F. (2008). Aversión a la inflación y regla de Taylor en Colombia 1994-2005. *Cuadernos de Economía*, 27(49), 225-257.
- Giraldo, A., Misas, M., & Villa, E. (2011). Reconstructing the recent monetary policy history of Colombia from 1990 to 2010. *Ensayos sobre Política Económica*, 30(67), 54-103.
- Goldstein, M. (1995). Coping with too much of a good thing: policy responses for large capital inflows to developing countries. *Policy Research Working Paper*, 1507, Banco Mundial.
- Gómez, J. (2006). La política monetaria en Colombia. *Borradores de Economía*, 394, Banco de la República.
- Gómez, J. E., Silva, L., Restrepo, S., & Salazar, M. (2013). Flujos de capital y fragilidad financiera. En: Rincón, H. y Velasco, A. (Eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 261-300). Primera Edición. Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J., Uribe, J., & Vargas, H. (2002). The implementation of inflation targeting in Colombia. *Borradores de Economía*, 202, Banco de la República.
- González, R. (2011). Diferentes teorías del comercio internacional, Tendencias y nuevos desarrollos de la Teoría Económica, *Revistas ICE*, 858, 103-117.
- Greenspan, A. (1999). The globalization of finance. *The Cato Journal*, 17, 1-8.
- Gudynas, E. (2009). Diez tesis urgentes sobre el nuevo extractivismo. Contextos y demandas bajo el progresismo sudamericano actual. En: Schuldt, J., Acosta, A., y Barandiarán, A. (eds.), *Extractivismo, Política y Sociedad* (pp. 187-225). Quito: CAAP y CLAES.
- Guillaumont, P. (1999). On the economic vulnerability of low income countries. Recuperado de https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/40530045/1999.16.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1525521198&Signature=4EB7MxaLwQVX%2BrHrrPFkwaXwb04%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DOn_The_Economic_Vulnerability_Of_Low_Inc.pdf
- Guillaumont, P. (2006). Macro Vulnerability in Low-Income Countries and Aid Responses. In F. Bourguignon, B. Pleskovic, and J. van der Gaag (eds), *Securing Development in an Unstable World* (pp. 65-108). Washington DC: The World Bank.
- Guillaumont, P. (2009). An economic vulnerability index: its design and use for international development policy, *Oxford Development Studies*, 37 (3), 193-228.

- Guillaumont, P. (2010). Assessing the economic vulnerability of small island developing states and the least developed countries. *The Journal of Development Studies*, 46(5), 828-854.
- Guillaumont, P. (2011). The concept of structural economic vulnerability and its relevance for the identification of the Least Developed Countries and other purposes (nature, measurement and evolution). *CDP Background Papers Series*, 12.
- Guillaumont, P. (2013). Measuring structural vulnerability to allocate development assistance and adaptation resources. *Development Policies Working Paper*, 68.
- Guillaumont, P. (2016). Vulnerability and resilience: a conceptual framework applied to three Asian countries Bhutan, Maldives and Nepal. *ADB South Asia Working Paper Series*, 53. Asian Development Bank.
- Gutiérrez, M. A. (2007). Savings in Latin America after the mid 1990s: determinants, constraints and policies. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 57, CEPAL, Santiago de Chile.
- Hallegatte, S., & Przyluski, V. (2011). *Managing volatility: a vulnerability exercise for Low-Income Countries*. International Monetary Fund.
- Hamann, F., Hofstetter, M., & Urrutia, M. (2014). Inflation targeting in Colombia, 2002–12. *Borradores de Economía*, 818, 1-42.
- Hamann, F., Mejía, L., & Rodríguez. (2013). Flujos de capitales y crecimiento en Colombia: estimación y perspectivas. En: Rincón, H. y Velasco, A. (Eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 237-260). Primera Edición. Banco de la República. Bogotá.
- Harrod, R.F. (1939). An essay in dynamic theory, *The Economic Journal*, 49 (193), 14-33.
- Hawtrey, R. G. (1919). The gold standard. *The Economic Journal*, 29(116), 428-442.
- Hayek, F. A. (1933). The trend of economic thinking. *Economica*, (40), 121-137.
- Hernández, L., Mellado, P., & Valdés, R. (2001). Determinants of private capital flows in the 1970s and 1990s: Is there any evidence of contagion? *IFM Working Paper*, 01-64. IFM.
- Hernández, M.A., & Mesa, R.J. (2006). La experiencia colombiana bajo un régimen de flotación controlada del tipo de cambio: el papel de las intervenciones cambiarias. *Lecturas de Economía*, 65, 37-72.
- Herrera, S., & Garcia, C. (1999). User's guide to an early warning system for macroeconomic vulnerability in Latin American countries. *Journal of Economics*, 98(4), 463-484.
- Hicks, J. R. (1950). *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*. Clarendon Press, Oxford.
- Hooper, P., & Mann, C. (1989). Exchange rate pass-through in the 1980s: the case of U.S. imports of manufactures. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1989(1), 297-337.
- Hopenhayn, B. (1995). Movimientos de capital y financiamiento externo. *Revista de la CEPAL*, 55, 79-92.
- Houthakker, H. S., & Magee, S. P. (1969). Income and price elasticities in world trade. *The Review of Economics and Statistics*, 51(2), 111-125.
- Hummels, D., Rapaport, D., & Yi, K. (1998). Vertical specialization and the changing nature of world trade, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 4 (2), 79-99.
- Ibarra, C. A. (2016). Tipo de cambio real y crecimiento: una revisión de la literatura. *Revista de Economía Mexicana*, 1, 39-86.
- Ilzetzki, E., & Végh, C. (2008). Procyclical fiscal policy in developing countries: Truth or fiction? *NBER Working Paper*, 14191, National Bureau of Economic Research.

- Izquierdo, A., Romero-Aguilar, R., & Talvi, E. (2008). Booms and busts in Latin America: the role of external factors. *Working Paper*, 631, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington DC.
- Jaramillo, J. C., Salazar, N., & Steiner, R. (1999). La Economía política de la política cambiaria en Colombia. *Coyuntura Económica*, 29(2), 109-150.
- Jiménez, J., & Fanelli, J. (Comp.) (2009). *Crisis, volatilidad, ciclo y política fiscal en América Latina*. CEPAL, Santiago de Chile: CEPAL.
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Johansen, S., & Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration—With applications to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- Junguito, R., & Rincón, H. (2004). La política fiscal en el siglo XX en Colombia. *Borradores de Economía*, 318, Banco de la República.
- Kalecki, M. (1954). *Teoría de la dinámica económica: ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica, 1956.
- Kalmanovitz, S. (2001). El Banco de la República y el régimen de meta de inflación. *Borradores de Economía*, 193, Banco de la República.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M., & Végh, C. A. (2004). When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. *NBER Macroeconomics Annual*, 19, 11-53.
- Kaminsky, G., Lizondo, S., & Reinhart, C.M. (1998). Leading indicators of currency crises. *Staff Papers - International Monetary Fund*, 45(1), 1-48.
- Keynes, J.M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica, 1972.
- Khoudour-Castéras, D. (2007). Migraciones internacionales y desarrollo: el impacto. *Revista de la CEPAL*, 92, 143-161.
- Kim, D., Lin, S., & Suen, Y. (2016). Trade, growth and growth volatility: new panel evidence. *International Review of Economics & Finance*, 45, 384-399.
- Klemm, A. (2014). Fiscal Policy in Latin America over the Cycle. *IMF Working Papers*, 14/59, International Monetary Fund.
- Kosacoff, B., López, A., & Pedrazzoli, M. (2007). Comercio, inversión y fragmentación del mercado global: ¿está quedando atrás América Latina? *Serie Estudios y Perspectivas*, 39, CEPAL, Buenos Aires.
- Kose, M. A., Otrok, C., & Whiteman, C. H. (2003). International business cycles: world, region, and country-specific factors. *The American Economic Review*, 93(4), 1216-1239.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2009). Financial globalization and economic policies. In: D. Rodrik, M. Rosenzweig (eds.), *Handbook of development economics*, 5, 4283-4362.
- Krugman, P. (1987). The narrow moving band, the Dutch disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher: notes on trade in the presence of dynamic scale economies. *Journal of Development Economics*, 27, 41-55.
- Krugman, P. (1988). La nueva teoría del comercio internacional y los países menos desarrollados. *El Trimestre Económico*, 55(217), 41-66.
- Krugman, P. (1994). *The age of diminishing expectations*. The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Krugman, P. (1995). Growing world trade: causes and consequences. *Brookings Papers On Economic Activity*, 1, 327-377.
- Krugman, P. R., Baldwin, R. E., Bosworth, B., & Hooper, P. (1987). The persistence of the US trade deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1987(1), 1-55.

- Krugman, P., & Taylor, L. (1978). Contractionary effects of devaluation. *Journal of International Economics*, 8(3), 445-456.
- Krugman, P.R., Obstfeld, M., & Melitz, M. (2014). *Economía internacional: teoría y política*, Décima edición, Madrid: Pearson Addison Wesley.
- kuwayama, M., & Durán, J. (2003). La calidad de la inserción internacional de América Latina y el Caribe en el comercio mundial. *Serie Comercio Internacional*, 26, CEPAL.
- Lall, S. (2000). The Technological structure and performance of developing country manufactured exports, 1985-98. *Oxford Development Studies*, 28(3), 337-369.
- Larraín, B., & Parro, F. (2008). Chile menos volátil. *El Trimestre Económico*, 75(299), 563-596.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., & Gluzmann, P. A. (2013). Fear of appreciation. *Journal of Development Economics*, 101, 233-247.
- Libreros, C. y Cruz, J. (2015). Análisis del impacto reciente de las remesas en el sector de la construcción en Colombia. *Revista Internacional de Estudios Migratorios*, 5(1), 1-30.
- Loayza, N. V., & Raddatz, C. (2007). The structural determinants of external vulnerability. *The World Bank Economic Review*, 21(3), 359-387.
- López, G. J., & Cruz, B. A. (2000). "Thirlwall's law" and beyond: the Latin American experience. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(3), 477-495.
- López, A., Gómez, C., & Rodríguez-Niño, N. (1996). La caída de la tasa de ahorro en Colombia durante los años noventa: evidencia a partir de una base de datos para el período 1950-1993. *Borradores de Economía*, 57.
- López, D., López, E., & Montes, E. (2015). Colombia en el comercio mundial (1992-2012): desempeño de las exportaciones colombianas. *Borradores de Economía*, 885, Banco de la República.
- Lozano, I. (2009). Caracterización de la política fiscal en Colombia y análisis de su postura frente a la crisis internacional. *Borradores de Economía*, 566, Banco de la República.
- Lozano, I., Melo, L., & Ramos, J. (2013). Flujos de capitales y política fiscal en las economías emergentes de América Latina. En: Rincón, H. y Velasco, A. (Eds.) *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de políticas en países emergentes* (pp. 533-564). Primera Edición. Banco de la República. Bogotá.
- Lozano, I., Rincón, H., Sarmiento, M., y Ramos, J. (2008). Regla fiscal cuantitativa para consolidar y blindar las finanzas públicas de Colombia. *Revista de Economía Institucional*, 10(19), 311-352.
- Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, 80(2), 92-96.
- Lustig, N. (1988). Del estructuralismo al neoestructuralismo: la búsqueda de un paradigma heterodoxo. *Colección Estudios CIEPAL*, 23, 35-50.
- Madrueno, R. (2009). El crecimiento económico restringido por el equilibrio de la balanza de pagos: el caso de México. *Cuadernos Económicos de ICE*, (78), 221-260.
- Mahadeva, L., & Gómez, J. (2009). The International Cycle and Colombian Monetary Policy. *Borradores de Economía*, 557, Banco de la República.
- Male, R. (2010). Developing country business cycles: Revisiting the stylised facts. *Working Paper*, 664, Queen Mary, University of London.
- Male, R. (2011). Developing country business cycles: Characterizing the cycle. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(sup2), 20-39.
- Mankiw, G. (1989). Real business cycles: a new keynesian perspective, *The Journal of Economic Perspectives*, 3(3), 79-90.
- Mankiw, G. (2014), *Macroeconomía*. Octava edición, Barcelona: Antoni Bosch editor.

- Manuelito, S., & Jiménez, L. F. (2014). La inversión y el ahorro en América Latina: nuevos rasgos estilizados, requerimientos para el crecimiento y elementos de una estrategia para fortalecer su financiamiento. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 129, CEPAL, Naciones Unidas.
- Marfán, M. (2005). La eficacia de la política fiscal y los déficits privados: un enfoque macroeconómico. En J. A. Ocampo (comp.), *Más allá de las reformas: dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica* (pp. 183-213). Bogotá: Alfaomega/CEPAL.
- Márquez, Y. (2006). Estimaciones econométricas del crecimiento en Colombia mediante la ley de Thirlwall. *Cuadernos de Economía*, 25(44), 119-142.
- Márquez, Y. (2009). Balanza de pagos, estabilidad y crecimiento en México 1979-2005. *Revista de Economía Institucional*, 2 (21), 179-203.
- Martínez, J. (Ed.) (2008). América Latina y el Caribe: migración internacional, derechos humanos y desarrollo. *Libros de la CEPAL*, 97. Santiago de Chile.
- Martner, R. (2007). La política fiscal en tiempos de bonanza. *Serie Gestión Pública*, 66, CEPAL. Santiago de Chile.
- Marx, K. (1956). *Teorías sobre la plusvalía, libro I*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Marx, K. (1959a). *Teorías sobre la plusvalía, libro II*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Marx, K. (1959b). *Teorías sobre la plusvalía, libro III*. México: Fondo de Cultura Económica.
- McCombie, J. S. (1997). On the Empirics of Balance-of-Payments–Constrained Growth. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3), 345-375.
- McCombie, J.S.L., & Thirlwall, A. (1997): Economic growth and the balance-of-payments constraint revisited. In: P. Arestis y otros (Comps.), *Markets, Unemployment and Economic Policy*, Routledge, Nueva York.
- Mehlum, H., Moener, K., & Torvik, R. (2006). Institutions and the Resource Curse. *The Economic Journal*, 116(508), 1-20.
- Minsky, H. (1982). Can “It” Happen Again?, *Essays on Instability and Finance*, Nueva York: Armonk M.E. Sharpe.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, New Haven.
- Mishkin, F. S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Papers*, 7044. National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, F. S., & Savastano, M. A. (2001). Monetary policy strategies for Latin America. *Journal of Development Economics*, 66(2), 415-444.
- Mitchell, W. C. (1944). Los ciclos económicos. In V. L. Urquidí (Ed.), *Ensayos sobre el ciclo económico* (pp. 5-18). México: Fondo de Cultura Económica.
- Moffett, M. (1989). The J-curve revisited: an empirical examination for the United States. *Journal of International Money and Finance*, 8(3), 425-444.
- Montalbano, P. (2011). Trade openness and developing countries vulnerability: concepts, misconceptions, and directions for research. *World Development*, 39(9), 1489-1502.
- Moreno, Á. (2002). Determinantes del tipo de cambio real en Colombia: un modelo neokeynesiano. *Revista de Economía Institucional*, 4(7), 40-61.
- Moreno-Brid, J. C. (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2), 283-298.
- Moreno-Brid, J. C. (2003). Capital Flows, Interest Payments and the Balance-of-Payments Constrained Growth Model: A Theoretical and Empirical Analysis. *Metroeconomica*, 54(2-3), 346-365.
- Moser, C. (1998). The asset vulnerability framework: reassessing urban poverty reduction strategies. *World Development*, 26(1), 1-19.

- Mundell, R.A. (1961). A theory of optimum currency area. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- Mundell, R.A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.
- Naciones Unidas (2016). *Sistema de Cuentas Nacionales 2008*. Comisión de Estadística de las Naciones Unidas. Nueva York.
- Naudé, W., Santos-Paulino, A.U., McGillivray, M. (Eds.) (2009). *Vulnerability in Developing Countries*. United Nations University Press, Tokyo.
- Obstfeld, M. (1996). Models of currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review*, 40(3-5), 1037-1047.
- Ocampo, J. A., & Tovar, C. E., (1998). Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-1996. En: *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina* (pp. 149-195). Santiago de Chile: McGraw-Hill.
- Ocampo, J. A. (1988). Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión. *Ensayos Sobre Política Económica*, 13, 87-96.
- Ocampo, J. A. (2001). Raúl Prebisch y la agenda del desarrollo en los albores del siglo XXI. *Revista de la CEPAL*, 75, 25-40.
- Ocampo, J. A. (2002). Developing countries anti-cyclical policies in a globalized world. In A. Dutt, & J. Ros (eds.), *Development economics and structuralist macroeconomics: Essays in honor of Lance Taylor*. Aldershot: Edward Elgar.
- Ocampo, J. A. (2005). Los caminos para superar las frustraciones de crecimiento en América Latina. En: Ffrench-Davis, R. (Ed.). (2005). *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera* (pp. 31-56). Santiago de Chile: Mayol Ediciones.
- Ocampo, J. A. (2007a). La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la CEPAL*, 93, 7-29.
- Ocampo, J. A. (2007b). Una Visión Amplia de la Estabilidad Macroeconómica. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, 1, 7 - 30.
- Ocampo, J. A. (2008a). El auge económico latinoamericano. *Revista de Ciencia Política*, 28(1), 7-33.
- Ocampo, J. A. (2008b). Macroeconomic Vulnerability and Reform: Managing Pro-Cyclical Capital Flows. *Paper presented at the international symposium 'Financial Globalization and Emerging Market Economies'*. Bangkok, Bank of Thailand.
- Ocampo, J. A. (2011). Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. *Revista de la CEPAL*, 104, 13-41.
- Ocampo, J. A. (2012). *Balance of payments dominance: Its implications for macroeconomic policy*. School of International and Public Affairs, Columbia University, Unpublished paper.
- Ocampo, J. A. (2015). América Latina frente a la turbulencia económica mundial. En: Bárcena, A. y Prado, A. (eds.), *Neoestructuralismo y Corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (pp. 93-110), Santiago de Chile: CEPAL.
- Ocampo, J. A. (comp.) (2005). *Más allá de las reformas: dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Bogotá: Alfaomega.
- Ocampo, J. A., Crane de Durán, C., & Farné, S. (1990). Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-87. En: *Ahorro y asignación de recursos financieros: experiencias latinoamericanas*. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano, 23-70.
- Ocampo, J. A., Malagón, J., & Betancur, J. (2015). *La banca central colombiana en una década de expansión, 2003-2013*. Universidad Externado de Colombia.

- Olivié, I. (2002): Globalización financiera y crisis en economías emergentes: análisis teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997), Tesis Doctoral, Departamento de Economía Aplicada I, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.
- OMC (2003). *Informe sobre el comercio mundial 2003*. El comercio de los recursos naturales.
- OMC (2010). *Informe sobre el comercio mundial 2010*. El comercio de los recursos naturales.
- OMC (2013). *Informe sobre el comercio mundial 2013*. Factores que determinan el futuro del comercio.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] (2001). Measuring productivity measurement of aggregate and industry-level productivity growth, *OECD Manual*, París.
- Pabón, C., y Bedoya, J. (2016). Regla de Taylor en Colombia: ¿variante a través del tiempo? *Documentos CEDE*, 2016-10. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2932437>.
- Pagés, C. (Ed.) (2010). *La era de la productividad: cómo transformar las economías desde sus cimientos*. Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C.
- Palma, G. (1998). There and a half cycles of mania, panic and [asymmetric] crash: East Asia and Latin America compared. *Cambridge Journal of Economics*, 22(6), 789-808.
- Pelling, M., & Uitto, J. I. (2001). Small island developing states: natural disaster vulnerability and global change. *Global Environmental Change Part B: Environmental Hazards*, 3(2), 49-62.
- Pérez, E. (2009). ¿Can balance-of-payments constrained economies pursue inflation targeting?: A look at the case of Chile. *Investigación Económica*, 68(especial), 103-146.
- Pérez, E. (2015a). Una coyuntura propicia para reflexionar sobre los espacios para el debate y el dialogo entre el (neo) estructuralismo y las corrientes heterodoxas. En Bárcena, A., y Prado, A. (eds.), *Neoestructuralismo y Corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (pp. 33-91), CEPAL. Santiago de Chile.
- Pérez, E. (2015b). Una lectura crítica de la lectura crítica de la Ley de Thirlwall. *Investigación económica*, 74(292), 47-65.
- Perraton, J. (2003). Balance of payments constrained growth and developing countries: an examination of Thirlwall's hypothesis. *International Review of Applied Economics*, 17(1), 1-22.
- Pineda, R., & Cárcamo-Díaz, R. (2013). Política monetaria, cambiaria y macroprudencial para el desarrollo Volatilidad y crecimiento en América Latina y el Caribe, 1980-2011. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 142, CEPAL.
- Pizarro, R. (2001). La vulnerabilidad social y sus desafíos: una mirada desde América Latina. *Serie Estudios Estadísticos y Prospectivos*, 6, CEPAL. Santiago de Chile.
- Portillo, L. H. (2015). Los modelos de explotación petrolera de Ecuador y Colombia: un análisis desde el extractivismo y el neoextractivismo (segunda parte). *Tendencias*, 16(2), 13-35.
- Posada, C., & Morales C. (2007). La Inflación y la política monetaria colombianas del período 1996 - 2006: una interpretación. *Borradores de Economía*, 465, Banco de la República.
- Posada, C. (1999). Los ciclos económicos colombianos en el siglo XX. *Borradores de Economía*, 126, 1-73.
- Prasad, E. S., & Rajan, R. G. (2008). A pragmatic approach to capital account liberalization. *Journal of Economic Perspectives*, 22(3), 149-72.
- Prasad, E. S., Rajan, R. G., & Subramanian, A. (2007). Foreign capital and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 153-230.

- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2005). Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. In *India's and China's Recent Experience with Reform and Growth* (pp. 201-228), United Kingdom: Palgrave Macmillan.
- Prebisch, R. (1949), *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile: CEPAL.
- Ramey, G., & Ramey, V. (1995). Cross-country evidence on the links between volatility and growth. *The American Economic Review*, 85, 1138-1151.
- Ramírez, J. (2006). Los impactos de la internacionalización productiva. Aproximaciones teóricas y dimensiones de análisis. *Boletín ICE Económico: Información Comercial Española*, 2874, 33-54.
- Ramos, J. (1998). Una estrategia de desarrollo a partir de los complejos productivos en torno a los recursos naturales. *Revista de la CEPAL*, 66, 125-126.
- Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S (2004). Serial default and the "paradox" of rich to poor capital flows. *The American Economic Review*, 94(2), 53-58.
- Rendón, J. (2006). Los impactos de la inversión extranjera directa en la economía colombiana: el caso de la industria de bebidas. *Semestre Económico*, 9(18), 11-38.
- Rentería, C., y Echeverry, J. C. (2007). Presupuestar en Colombia: buscando la gobernabilidad fiscal a través del presupuesto. *Serie Gestión Pública*, 61, CEPAL - Naciones Unidas.
- Rhenals, R., & Saldarriaga, J. (2008). Una regla de Taylor óptima para Colombia, 1991-2006. *Lecturas de Economía*, 69, 9-39.
- Rhenals, R., & Torres, A. (2010). Volatilidad de los flujos de capital hacia países en desarrollo: evidencia para América Latina, 1970-2002. *Lecturas de Economía*, 67(67), 9-42.
- Rincón, H., Berthel, J., & Gómez, M. (2004). Balance fiscal estructural y cíclico del gobierno nacional central de Colombia, 1980-2000. *Ensayos sobre Política Económica*, 21(44), 12-62.
- Rocha, K., & Moreira, A. (2010). The role of domestic fundamentals on the economic vulnerability of emerging markets. *Emerging Markets Review*, 11(2), 173-182.
- Rodríguez, F., & Rodrik, D. (2001). Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross National Evidence. In B. Bernanke and K. S. Rogoff (eds), *Macroeconomics Annual 2000*. Cambridge, MA:MIT Press.
- Rodríguez, O. (2006). *El estructuralismo latinoamericano*. CEPAL, México, D.F.: Siglo XXI Editores.
- Rodrik, D. (1998). Who needs capital account convertibility? In: Stanley Fischer et al. (ed). *Should the IMF pursue capital-account convertibility?* (pp. 55-65). Princeton Essays in International Finance, Princeton.
- Rodrik, D. (2001). ¿Por qué hay tanta inseguridad en América Latina? *Revista de la CEPAL*, 73, 7-31.
- Rodrik, D. (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers On Economic Activity*, 2008(2), 365-412.
- Romero, J. P., Silveira, F., & Jayme Jr., F. (2011). Brasil: cambio estructural y crecimiento con restricción de balanza de pagos. *Revista de la CEPAL*, 105, 185-208.
- Rosales, V. (2009). La globalización y los nuevos escenarios del comercio internacional. *Revista de la CEPAL*, 97, 77-95.
- Sachs, J. D., & Warner, A.M. (1995). Natural resource abundance and economic growth. *NBER Working Paper*, 5398.

- Samuelson, P. A. (1939). A Synthesis of the Principle of Acceleration and the Multiplier. *Journal of Political Economy*, 47(6), 786-797.
- Samuelson, P. A. (1962). The gains from international trade once again. *The Economic Journal*, 72(288), 820-829.
- Samuelson, P. A. (1964). Theoretical notes on trade problems. *The Review of Economics and Statistics*, 46(2), 145-154.
- Sanabria, M., & Medialdea B. (2013), La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización, *Revista de Economía Mundial*, 33, 195-227.
- Sarno, L., & Taylor, M. P. (2001). Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work? *Journal of Economic Literature*, 39(3), 839-868.
- Schmidt-Hebbel, K. (2006). La gran transición de regímenes cambiarios y monetarios en América Latina. *Economic Policy Papers*, 17, Central Bank of Chile.
- Schumpeter, J.A. (2002). *Ciclos Económicos. Análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista*. Primera edición en castellano, Zaragoza: Prensa Universitaria de Zaragoza, 1939.
- Seth, A., & Ragab, A. (2012). Macroeconomic vulnerability in developing countries: Approaches and issues. International Policy Centre for Inclusive Growth, *Working Paper*, 94, 1-20.
- Singh, T. (2010). Does international trade cause economic growth? A survey. *The World Economy*, 33(11), 1517-1564.
- Sinnott, E., Nash, J., y De La Torre, A. (2010). *Los recursos naturales en América Latina y el Caribe ¿Más allá de bonanzas y crisis?* Primera edición. Banco Mundial, Washington.
- Škare, M., & Stjepanović, S. (2015). Measuring business cycles: A review. *Contemporary Economics*, 10(1), 83-94.
- Smit, B., & Wandel, J. (2006). Adaptation, adaptive capacity and vulnerability. *Global Environmental Change*, 16(3), 282-292.
- Solimano, A. (2003). Remittances by emigrants: issues and evidence. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 26, CEPAL, División de Desarrollo Económico, Santiago de Chile.
- Solimano, A., & Gutiérrez, M. (2006). Savings, Investment and Growth in the Global Age: Analytical and Policy Issues. *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, 53, CEPAL.
- Solow, R. (1957). Technical change and the aggregate production function. *The Review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-320.
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075-1086.
- Sunkel, O. (1971). Desarrollo, subdesarrollo, dependencia, marginación y desigualdades espaciales: hacia un enfoque totalizante. *Investigación Económica*, 31(121), 23-77.
- Sunkel, O. (1991), *El desarrollo desde dentro, un enfoque neoestructuralista para la América Latina*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Talvi, E., & Vegh, C. A. (2005). Tax base variability and procyclical fiscal policy in developing countries. *Journal of Development Economics*, 78(1), 156-190.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, 39, 195-214.
- Taylor, L. (1989). *Macroeconomía estructuralista: modelos aplicables en el tercer mundo*. México: Trillas.
- Taylor, L. (2001). Developing economy cycles. *Seminar development theory at the threshold of the twenty-first century commemorative event to mark the centenary of the birth of Raúl Prebisch*. CEPAL.

- Tenjo, F., & López, E. (2002). Burbuja y estancamiento del crédito en Colombia. *Borradores de Economía*, 215, Banco de la República.
- Thirlwall, A.P. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128, 45-53.
- Thirlwall, A.P. (2011). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 429-438.
- Thirlwall, A.P., & Hussain, M. (1982). The balance of payments constraint, capital flows and growth rates differences between developing countries. *Oxford Economic Papers*, 34, 498-510.
- Titelman, D., & Pérez, E. (2015). Macroeconomía para el desarrollo en América Latina y el Caribe: nuevas consideraciones sobre las políticas anticíclicas. En Bárcena, A., y Prado, A. (eds.), *Neoestructuralismo y Corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (155-184). Santiago de Chile: CEPAL.
- Titelman, D., Pérez, E., & Minzer, R. (2008). Comparación de la dinámica e impactos de los choques financieros y de términos del intercambio en América Latina en el período 1980-2006. *Serie Financiamiento del Desarrollo*, CEPAL, 203, Santiago de Chile.
- Toro, J., & Julio, J. M. (2005). Efectividad de la intervención discrecional del Banco de la República en el mercado cambiario. *Borradores de Economía*, 336, Banco de la República.
- Toro, J., & Lozano, I. (2007). Fiscal policy throughout the business cycle: the Colombian experience. *Ensayos sobre Política Económica*, 25(55), 12-39.
- Uribe, J. M., Jiménez, D. M., & Fernández, J. (2015). Regímenes de volatilidad del tipo de cambio en Colombia e intervenciones de política. *Investigación Económica*, 74(293), 131-170.
- Urrutia, M. (2000). *La Estrategia de la Política Monetaria*. Nota Editorial, 5-15, Banco de la República.
- Urrutia, M. (2005). Política monetaria y cambiaria del Banco Central Independiente. *Revista Flar*, 1, 167-189.
- Urrutia, M., & Fernández, C. (2000). La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano. *Coyuntura económica*, 30(3), 173-202.
- Urrutia, M., & Fernández, C. (2003). Política monetaria expansiva en épocas de crisis: el caso colombiano en el siglo XX. *Revista del Banco de la República*, 76(908), 16-44.
- Valdecantos, S. (2016). Estructura productiva y vulnerabilidad externa: un modelo estructuralista stock-flujo consistente. *Serie Estudios y Perspectivas*, CEPAL, 46, Buenos Aires.
- Villagrán, J.C. (2006). *Vulnerability: a conceptual and methodological review*. Studies of the University Research Counsel Education. Bonn.
- Villar, L., & Esguerra, P. (2005). El comercio exterior colombiano en el siglo XX. *Borradores de Economía*, 358, Banco de la República.
- Villar, L., & Rincón, H. (2001). Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los noventa. *Ensayos Sobre Política Económica*, 39, Banco de la República.
- Villar, L., Salamanca, D., & Murcia, A. (2005). Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003. *Desarrollo y Sociedad*, (55), 167-209.
- Wacziarg, R., & Welch, K. H. (2008). Trade liberalization and growth: new evidence. *The World Bank Economic Review*, 22(2), 187-231.